



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,03 %	USA	0,76 %	USD/EUR	-0,76 %	Ropa Brent	4,27 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-2,39 %	Evropa	-0,57 %	CZK/USD	1,54 %	Zemní plyn	4,82 %
Japonsko – Nikkei 225	1,38 %	ČR	0,22 %	CZK/EUR	0,71 %	Sil. elektřina	15,69 %
MSCI Emer. Mark.	-2,90 %	Polsko	0,24 %	PLN/EUR	0,23 %	Zlato	-1,81 %
ČR – PX	-1,78 %	Maďarsko	-0,29 %	HUF/EUR	1,84 %	Stříbro	-7,20 %
Polsko – WIG30	0,39 %	Turecko*	-11,70 %	TRY/EUR	31,78 %	Měď	-4,99 %
Maďarsko – BUX	4,17 %	* BofA Merrill Lynch index					

## SRPEN V KOSTCE

### KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Česká národní banka 2. srpna zvýšila základní úrokovou sazbu – dvoutýdenní reposazbu – o čtvrt procentního bodu na 1,25 %.
- Na konci srpna byla zveřejněna data o růstu české ekonomiky ve druhém čtvrtletí. Český HDP vykázal pokračování solidní dynamiky mírně nad konsenzuálním odhadem analytiků, když mezikvartální tempo činilo 0,7 % (0,5 % v prvním čtvrtletí) a meziroční 2,4 % (2,3 % v prvním čtvrtletí).
- V průběhu srpna došlo k citelnému prohloubení turecké krize. Všechna turecká aktiva v čele s tureckou lirou výrazně oslabila. Turečtí představitelé v čele s centrální bankou bohužel prozatím nepřišli s žádnými zásadními ani věrohodnými kroky, jak této krizi čelit.

### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Americký dolar vykazoval mírně posilující tendenci. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 0,6 %. Vůči euru dolar posílil o 0,8 % na 1,160 dolaru za euro (resp. oslabení eura vůči dolaru).
- Koruna měla naopak tendenci oslabovat. Vůči euru oslabila o 0,7 % na úroveň 25,74 CZK/EUR a vůči dolaru oslabila o 1,5 % na úroveň 22,09 CZK/USD.
- Pro globální akciové trhy srpen představoval celkově mírně příznivý měsíc, když si index MSCI All Country World připsal drobný zisk 0,6 % (v dolaru). V korunovém vyjádření si globální akciové trhy kvůli posílení dolaru vůči koruně připsaly vyšší zisk 1,9 %.
- Z regionálního pohledu si mírné zisky připsaly akciové trhy rozvinutých zemí (MSCI World +1,0 %) – taženo zejména akciovým trhem v USA, naopak akciové trhy rozvíjejících se zemí při obecně negativní náladě vůči emerging markets zaznamenaly ztrátu (MSCI Emerging Markets -2,9 %).
- Z konkrétních zemí se dařilo akciím v USA (S&P 500 +3,0 %), Indii (Sensex +2,8 %) a Maďarsku (BUX +4,2 %). Na druhou stranu ztráty zaznamenaly akcie v eurozóně (Euro STOXX 50 -3,8 %), Velké Británii (FTSE 100 -4,1 %), Rusku (RTSI -6,9 %) a Turecku (BIST 100 -4,4 %).
- České státní dluhopisy opět nepatrně posílily, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays přidaly v průměru 0,2 %. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dvouletou splatností přesto mírně vzrostl, o 0,08 % na 1,32 %, zejména vlivem zvýšení úrokových sazeb ČNB na začátku měsíce. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou desetiletou splatností naopak o 0,08 % poklesl na úroveň 2,12 %. Česká výnosová křivka tak dále mírně snížila svůj sklon.
- Polské státní dluhopisy opět mírně posílily, tentokrát o 0,2 %, naopak maďarské státní dluhopisy oslabily o 0,3 %. Turecká krize dále silně doléhala na turecké vládní dluhopisy, když v srpnu oslabily o dalších velmi výrazných 11,7 % a od začátku roku je jejich výkonnost negativní, již na úrovni -22,9 %.
- Výkonnost korporátních dluhopisů se pohybovala kolem nuly, když eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně zůstal na své úrovni z konce července a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) nepatrně, o 0,2 %, oslabil.
- Cena ropy Brent obnovila růstový trend z předcházejících měsíců, když za srpen posílila o 4,3 % na úroveň 77 dolarů za barel. Přitom za uplynulých 12 měsíců je cena ropy výrazně výše, o 48 %.

**SRPEN V KOSTCE****CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?**

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu srpna 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 na konci loňského roku velice pravděpodobně dosaženo vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat (celkově potvrzeno daty o HDP klíčových ekonomik za první dvě čtvrtletí), 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 vyššího tempa 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, 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 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), opět na bázi nejširšího světového indexu MSCI All Country World, 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 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.



### SRPEN V KOSTCE

#### JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- 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) další výrazné zhoršení měnové, inflační a celkové hospodářské situace v Turecku,
  - 2) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi USA a Čínou, USA a Evropskou unií,
  - 3) politický vývoj v Itálii – postoj nové vlády k eurozóně a fiskální politice,
  - 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 dosáhl 0,4 % q/q, což bylo (díky Německu) malinko rychlejší, než se původně odhadovalo (0,3 % q/q). Nic ovšem nenaznačuje, že by mělo ve druhém pololetí dojít k urychlení tohoto tempa. Spíše naopak.**

Ani poté, co byla zveřejněna růstová data německé ekonomiky ve druhém čtvrtletí, se na odhadu tempa růstu ekonomiky EMU nic zásadního nezměnilo. Německá ekonomika sice rostla rychleji (0,5 % q/q), než se čekalo, vzhledem k růstu ve zbývajících velkých ekonomikách (Francie 0,2 % q/q, Itálie 0,2 % q/q, Španělsko 0,6 % q/q) se však růst eurozóny oproti odhadu prvnímu posunul nahoru jen mírně (o 0,1 p. b. na 0,4 % q/q). Růst německé ekonomiky přitom ale nebyl nad očekávání dobrý kvůli udržitelným faktorům, ale jenom kvůli výraznému růstu zásob. Ty totiž k mezičtvrtletnímu růstu přidaly 0,4 p. b., a byly tak suverénně největším přispěvatelem k růstu. To je ale stěžejně opakovatelné a ve druhém pololetí, s největší pravděpodobností již ve třetím čtvrtletí, tak lze očekávat opačný efekt.

Průmyslová produkce totiž nadále zůstává slabá. Koncem druhého čtvrtletí **německá průmyslová produkce** poklesla o 0,9 % m/m, což znamená, že v první polovině roku vůbec nerostla. Meziroční růst dosáhl v červnu pouze 2,5 %, což je výrazné zpomalení oproti konci minulého roku, kdy německý průmysl rostl tempem 6,6 % r/r. Není tak překvapení, že **průmyslová produkce za celou eurozónu** v červnu také nebyla nic moc (poklesla o 0,7 % m/m, což bylo rovněž nad očekávání slabé). Její mezikvartální růst ve druhém čtvrtletí byl tedy nula, meziroční tempo dosáhlo koncem pololetí, podobně jako v Německu, pouze 2,5 %. Nezdá se přitom, že by se to mělo hned tak změnit. **Německé průmyslové objednávky totiž koncem prvního pololetí poklesly o 4 % m/m**, což byl jejich největší pokles od ledna 2017 (–4,8 % m/m). Společně s relativně slabými předstihovými indikátory (kromě IFO, viz níže) to tak indikuje pokračující slabost německého průmyslu.

Ani **maloobchod** během druhého čtvrtletí 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 prvé. Meziroční tempo koncem prvního pololetí dosáhlo pouze 1,2 % r/r a vzhledem k vývoji inflace (viz níže) a trhu práce (zpomalování tempa poklesu nezaměstnanosti, která byla v červenci 2018 už jen o 0,9 p. b. nižší než v červnu 2017, tj. 8,2 %) se nedá čekat, že bychom se hned tak vrátili k netriviálním tempům růstu (3 %+). To naznačila i první červencová data, jako obvykle ze Španělska, která byla zveřejněna v poslední srpnový den – španělské tržby poklesly o 0,4 % meziměsíčně i meziročně, a pokles tak zaznamenaly i dohromady v posledních třech měsících.

**Obecně to tedy nevypadá, že by se tempo růstu mělo zvýšit.** Předstihové indikátory totiž nadále zůstávají na úrovních konzistentních s růstem ekonomiky o 0,3, max. 0,4 % q/q. Nevýrobní PMI sice v srpnu vzrostl na dvouměsíční maximum, ale jeho hodnota (54,4 bodu) byla pouze o 0,2 p. b. vyšší než hodnota zaznamenaná v červenci. Ve výrobním sektoru byl pak výsledek mnohem horší – index PMI totiž poklesl na 21měsíční minimum (54,6 bodu). Celkový index tak kvůli vyšší váze služeb než průmyslu zůstal na červencové úrovni (54,3 v srpnu vs. 54,2 v červenci).



HLAVNÍ UDÁLOSTI

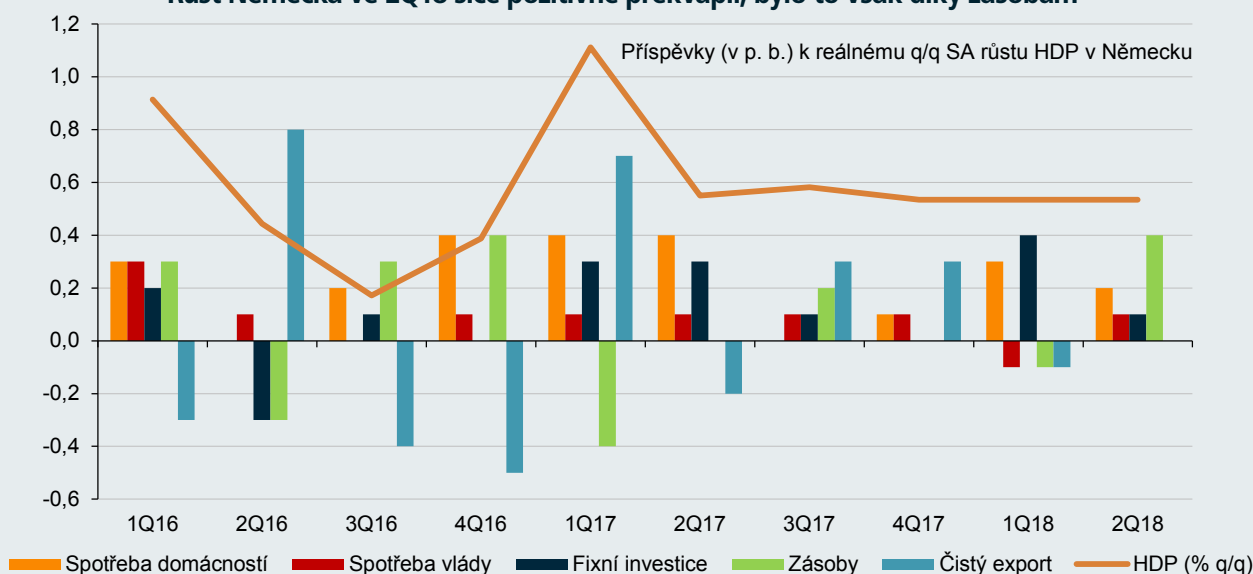
EMU

Index IFO sice v srpnu překvapivě poskočil nahoru, ale hlavně ve složce očekávání (o tři body na 101,2 bodu, nejvýše od ledna), což je evidentně důsledek příměří v obchodním konfliktu se Spojenými státy po návštěvě Junckera v USA. Situace na zemi se však nikterak nezměnila.

**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. Srpnová inflace tento obrázek potvrdila, celková i jádrová inflace klesly oproti červenci dle prvních dat shodně o 0,1 p. b.

**ECB na stagnaci jádrové inflace nijak nereaguje, a to ani verbálně.** To samozřejmě není překvapení, protože v červnu ohlásila ukončení odkupu aktiv na konec letošního roku – brzká otočka jen nedávno nastaveného kurzu je to poslední, co ECB chce. Na posledním zasedání koncem července jsme se nedozvěděli absolutně nic nového – Draghi odmítl specifikovat, co znamená očekávání ECB, že sazby zůstanou beze změny „do léta 2019“, i vysvětlení, 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 Německa ve 2Q18 sice pozitivně překvapil, bylo to však díky zásobám



Zdroj: Destatis

USA

**Americká ekonomika zaznamenala ve 2Q18 nejrychlejší růst za čtyři roky, z velké části však kvůli dlouhodobě neudržitelným faktorům. Jádrová PCE inflace, klíčový inflační ukazatel Fedu, zůstává nadále na úrovni kolem 2 % ročně.**

Druhý odhad růstu americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku americkému prezidentovi opět udělal radost. Ekonomika totiž vzrostla o 4,2 % q/q anualizovaně, což bylo nejrychlejší tempo růstu od třetího čtvrtletí 2014 a také mírná revize nahoru oproti odhadu prvnímu (4 %). Nejvýraznějším vlivem 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 (= 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 1,1 p. b., tolik však ubral růst zásob (-1 p. b.). Právě tento negativní růst zásob podporuje příběh 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.



### HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### USA

Měsíční data zveřejněná během srpna byla slabší. **Průmyslová produkce** v červenci přidala pouze 0,1 % m/m. Protože v květnu o 0,8 % m/m poklesla a v červnu o 1 % vzrostla, je evidentní, že kvartální růstová dynamika průmyslu není nijak výjimečná. A to ještě v červencových číslech není plně reflektován efekt silnějšího amerického dolaru. Ve zpracovatelském průmyslu jakožto složce celkové průmyslové produkce to také žádná velká sláva není – v červenci přidal zpracovatelský průmysl 0,3 % m/m, což je shodné s celkovým růstem v posledních třech měsících (květen–červenec). Jinými slovy, nic moc.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky)** po červnovém nahoru revidovaném růstu o 0,7 % m/m poklesly o 1,7 % m/m, což znamená, že v posledních třech měsících končících v červenci 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 pozitivní.

**Maloobchodní tržby** (bez aut a bez paliv) si, podobně jako celé druhé čtvrtletí, vedly dobře i počátkem čtvrtletí třetího. V červenci totiž přidaly 0,4 % m/m, což je na kvartální bázi tempo jen o málo nižší než to, které jsme viděli ve druhém čtvrtletí (1,5 % q/q). Podstatnou zásluhu na tom má samozřejmě daňová reforma prezidenta Trumpa, tj. de facto výměna příštího růstu státního zadlužení za stávající poptávku domácností. **Růst mezd** zůstává nadále 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. To vše i navzdory tomu, že trh práce je nadále velmi dobrý. V červnu vytvořil 234 tisíc pracovních míst, v červenci pak 170 tisíc. **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 % (v červenci 62,9 %).

Jádrová PCE inflace v červenci dále mírně zrychlila, v meziročním vyjádření se dostala na 2 %, nejvýše od dubna 2012. Měsíční dynamika také zůstává relativně vysoká, kvartální růst v červenci–květnu dosáhl 0,5 %, tj. stále na anualizované úrovni 2 %. Celková inflace vzrostla na 2,3 % r/r, nejvýše od března 2012.

**Fed v srpnu nezasedal, zveřejnil však zápis ze svého zasedání z konce července.** Ten potvrdil, že další utážení měnové politiky je na spadnutí – „mnoho účastníků zasedání řeklo, že bude vhodné zvýšit sazby již brzy“ – a že sazby budou „dále postupně růst“. Že však nemáme čekat dalších 200 b. b. ve vyšších sazbách, je evidentní z toho, že většina z hlasujících FOMC se také domnívala, že „v ne tolik vzdálené budoucnosti už nebude možné nazývat měnovou politiku akomodativní“. Největší starostí – primárně kvůli dopadu na náladu podnikatelů a investice – členů FOMC jsou „obchodní spory“. Jinými slovy, Trumpova svatá válka proti volnému obchodu.

#### Růst mezd je nadále slabý



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



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### CEE3

### ČR

**Česká ekonomika roste nejpomaleji z regionu, inflace se však v posledních měsících znatelně zvedla.**

**Předběžná data o růstu HDP ve 2Q18 ukázala, že česká ekonomika roste nejslabším tempem v rámci regionu.**

Navzdory očekáváním analytiků na vyšší růst totiž 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 kolem 2,5 % (ve srovnání s více než dvojnásobným tempem v Maďarsku i v Polsku). Meziroční tempo růstu dosáhlo ve 2Q18 2,4 %. 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. Nejpozitivnější 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.

**Maloobchodní tržby** navzdory trvajícím růstu mezd a velmi nízké nezaměstnanosti v červnu mírně zklamaly, podobně jako v květnu. **Jádrové maloobchodní tržby** (bez aut, bez paliv, bez potravin) **přidaly v červnu 6,4 % r/r**, což sice znamenalo, že jejich růst za druhé čtvrtletí dosáhl v průměru 7 %, ale také to, že červen uzavřel nejslabší kvartál za rok a půl. Že ke zpomalení dynamiky tržeb z často dvouciferných hodnot 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 překvapivě poprvé od prosince 2016 poklesly tržby za potraviny (-0,7 % r/r), naopak konečně se k meziročnímu růstu, který byl negativní od února, vrátili tržby za prodeje a opravy aut (+3,5 % r/r).

**Průmyslová produkce po překvapivě silném květnu zaznamenala dobrý výsledek i v červnu.** Po květnovém růstu o 3 % m/m (ve zpracovatelském sektoru o 2,3 %) v květnu přidala produkce dalších 1,5 % v červnu (zpracovatelský průmysl +1,1 %). To bylo vzhledem ke slabosti indexu PMI i vzhledem k nepříliš silným datům z Německa vcelku překvapivé. Vzhledem k tomu, že červencový PMI byl nejnižší od srpna 2017 (a že složka nových exportních objednávek byla nejslabší za rok a půl) lze v dalších měsících čekat sblížení českých a německých temp růstu, a to směrem k německému tempu.

**Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v červenci díky cenám potravin zpomalila, její poptávková složka však bezprecedentně vystřelila.** Ceny potravin poklesly nejvíce za posledních pět let, když v červenci propadly o 1,2 % m/m. V důsledku toho došlo k poklesu roční měnověpolitické inflace z 2,5 % na konci prvního pololetí na 2,2 % na začátku druhého pololetí. Jádrová inflace však vzrostla nejrychleji za nejméně 11 let – meziměsíčně přidala 1 %, což znamenalo, že k celkovému m/m růstu cenové hladiny přidala 0,5 p. b. Meziroční jádrová inflace tak poskočila na 2,4 % (z červnových 1,9 %). Jakkoliv to může působit hrozně, byl to pouze důsledek růstu cen dovolených. To je sice obvyklá sezonnost, ale zatímco obvykle je růst mezi červencem a červnem kolem 12 % m/m, letos to bylo 25 %. Vysvětlení, proč se tak stalo, nevidíme; oslabení koruny nemohlo takovou roli sehrát (a navíc, koruna je stále silnější než před rokem).

### Růst jádrové inflace byl v červenci způsoben neobvykle velkým sezonním růstem cen dovolených





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**ČNB 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 i v červnu. Srpnová prognóza tuto realitu akceptovala a zmírnila očekávání toho, jak silná letos koruna bude. Výměnou za to pak zvedla trajektorii sazby tříměsíční PRIBOR. Jinými slovy, vyměnila jednu složku měnových podmínek (kurz měny) za druhou. ČNB tak pro letošek očekává ještě dvojí 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, ve druhém čtvrtletí přidala více než 5 % r/r. Inlace však nadále zůstává velmi nízká.**

Poté, co ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku přidala šokujících 1,6 % q/q, se jí vedlo dobře i ve čtvrtletí druhém. To plyne z prvních 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 10,3 % r/r. To je sice zčásti důsledek o jeden den vyššího počtu pracovních dní, ale z faktu, že růst průmyslu v prvních sedmi měsících letošního roku dosáhl tempa 6,7 %, což znamená, že byl rychlejší než ve stejném období roku 2017 (5,9 %), plyne, že průmysl prostě dlouhodobě jede dobře. To je vzhledem ke zpomalení, které jsme zaznamenali v Německu, vcelku překvapivé. V červenci rostla nejrychleji výroba strojů a zařízení, a také produkce dopravní techniky. Stavebnictví dále mírně zpomalilo, ale i tak jeho růst zůstal velmi silný (18,7 % r/r). Polskému průmyslu se tak v rámci zemí regionu daří v letošním roce nejlépe. Otázka je, zda to tak bude i dále – v červenci totiž polský PMI zpomalil na 52,9 bodu, což je nejnižší ze tří zemí regionu (Polsko, Maďarsko, ČR).

**I maloobchodní tržby** si počátkem druhého pololetí vedly velmi dobře. V červenci totiž přidaly reálných 7,1 % r/r, což bylo nad tempem dosaženým v předcházejícím roce a půl. I ve druhém pololetí tak, zdá se, bude spotřebitelská poptávka hlavním motorem růstu polské ekonomiky. I důvody pro toto silné tempo 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 červenci setrvala na červnovém historickém minimu (5,9 %), po očistění o efekt sezonnosti pak, shodně s březnem, dubnem, květnem i červnem 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 nezvedá.** Celková inflace sice v červenci dle finálních 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 3,1 % r/r). Jádrová inflace se v červenci tedy od červnové hodnoty (0,6 %) nijak nelišila. Srpnová data potvrdila, že ani v posledním měsíci se žádná inflační změna neudála – celková inflace zůstala na 2 %, jádrová na 0,6 %. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, ze kterého nemá centrální banka vůbec radost.

**Měnový výbor centrální banky (MPC) v srpnu nezasedal – nejbližší zasedání je plánováno až na 3. září. Na posledním zasedání v červenci 2018 ponechal dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %**, čtyřicátý 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 prostor pro růst sazeb a dodal, že bez toho, aby začala ECB zvyšovat sazby, „nevidí důvod uvažovat nad utážením politiky“. S ekonomickým vývojem je MPC spokojený – „inlace je nízká, růst ekonomiky je vysoký, nerovnováhy vidět nejsou, nezaměstnanost je na historickém minimu“.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## MAĎARSKO

**Silný růst a rostoucí inflace sice zatím centrální banku k utažení po vzoru ČR či Rumunska nepřivedly, ale s holubičí náladou je v centrální bance definitivní konec.**

**Jako jinde v regionu i v Maďarsku byla zveřejněna data o růstu HDP za druhé čtvrtletí.** Růst tak dle prvního odhadu (finální data budou k dispozici až 5. září) dosáhl 0,9 % q/q, což bylo jenom marginálně méně než v prvním čtvrtletí (1,2 % q/q). Meziroční tempo tak dosáhlo 4,6 %, což bylo dokonce o něco rychlejší než tempo v 1Q18 (4,4 % r/r).

**Že byl růst tažen z podstatné části domácí poptávkou, je jasné. Maloobchodní tržby totiž i na konci prvního pololetí vzrostly silně, a to o 6,3 % r/r** (očistěné o sezonnost a počet pracovních dní, reálně), což znamenalo, že pokračoval velmi dobrý růst posledních měsíců; od září minulého roku rostou tržby průměrným meziročním tempem bezmála 7 %. Meziměsíční růst sice v červnu jen stagnoval, ale to bylo po květnovém růstu o 1,4 % m/m, což bylo nejrychlejší tempo od dubna 2016, celkem očekávatelné. 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 v oblasti minimální a zaručené mzdy) se pak samozřejmě odráží **v růstu mezd** – v červnu vzrostly nominální mzdy o 11,2 % r/r.

**Průmyslová produkce** v červnu pokračovala v pouze pomalém růstu – po květnovém růstu (o počet pracovních dní očištěných) o 3,8 % r/r vzrostla produkce v červnu jen o 3,1 % r/r. 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 produkce. Maďarský průmysl zde doplácí na svou velkou otevřenost a vázanost na Německo (což tolik neplatí třeba u Polska).

**Celková inflace** se v červenci 2018 dále zvedla, tempo růstu cenové hladiny dosáhlo 3,4 % r/r, což je nejrychlejší tempo růstu cen od ledna 2013. Jako jinde v regionu to bylo primárně díky růstu cen ropy (+17,8 % r/r) a cen potravin (3,6 % r/r). Jádrová inflace, která tyto složky spotřebního koše neobsahuje, se však také dále zvýšila, a to o 0,2 p. b. na 2,3 %. Oproti počátku letošního roku i oproti červenci 2017 je tak poptávková inflace vyšší o 0,6 p. b. Evidentně se zde jedná o efekt oslabení maďarského forintu, jehož jsme byli svědky během května a června.

**To dle maďarské centrální banky (MNB) není takový překotný vývoj, aby ji vybídil k růstu sazeb. S holubičími nápady je však definitivně konec.** V srpnu MNB ponechala sazby beze změny a nečinila ani žádnou změnu v nestandardních nástrojích měnové politiky (úrokové swapy, odkupy HZL). Ani na tiskovce nezaznělo nic zajímavého – taková bude až tiskovka po zářijovém zasedání, na němž bude představena i nová prognóza. Vzhledem k vývoji inflace a (respektive „v důsledku“) měny se dá čekat jestřábí poselství.

## ROPA

Ropa (Brent) v první polovině srpna nejdřív poklesla až na dohled hranice 70 USD/barel, aby pak po zprávách o sankcích USA proti Iránu opět zamířila k hranici 76 USD/barel na jeho konci.



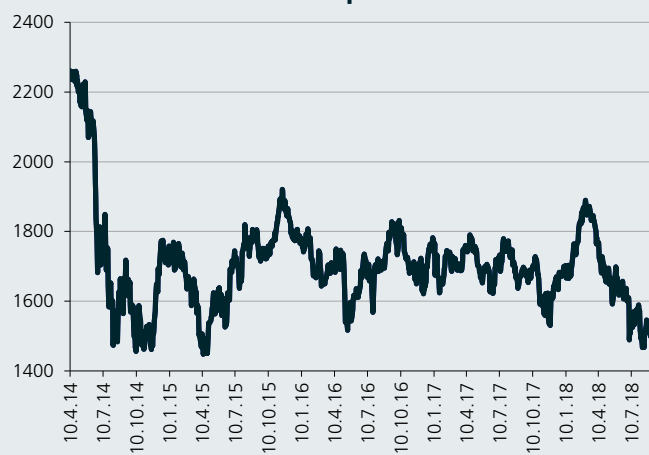


### AKCIOVÉ TRHY

#### MSCI Emerging Markets



#### CECE Composite



V srpnu se nejlépe vedlo akciím amerických společností (S&P 500 +3 %). Akcie evropských firem (index DJ STOXX 600 -2,4%) a z rozvíjejících se trhů index MSCI Emerging Markets -2,9%, v USD) skončily ve ztrátách. Mezi hlavní důvody dobré výkonnosti amerických akcií oproti jiným regionům můžeme zařadit sílící americký dolar, postupně se zvyšující úrokové sazby americkou centrální bankou Fed, hrozbu obchodních válek a s tím spojený částečný přesun kapitálu do USA. Mnoho korporátních zpráv v průběhu prázdnin nepřišlo, a tak byl pohyb akciových trhů řízen spíše makroekonomickými a politickými zprávami.

V rámci středoevropského regionu se nejlépe vedlo maďarským akciím (index BUX 4,2 %), za což se nejvíce zasloužily akcie farmaceutické společnosti Gedeon Richter (+11,5 %) a ropné společnosti MOL (+6,6 %). Akcie Gedeon Richter reagovaly na pozitivní zprávy o neprokázání negativních účinků jejich léku Esmya v kombinaci s dalšími léky. Akcie Mol pak těžily z relativně silných rafinérských marží i přes vysoké ceny surové ropy. Mírně v plusu skončil polský akciový index WIG30. Proti vyšším ziskům byl negativní sentiment v regionu (zvláště Turecko) a pak očekávané rebalancování akciových indexů, ve kterém dojde k přeřazení polských akcií z rozvíjejících se trhů do vyspělých. To by však při poklesu váhy mělo mít negativní dopad. V záporu skončila většina českých akcií. Zisky si připsala softwarová společnost Avast a banka Moneta.

#### MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

Rozvíjející se trhy dále pokračovaly v poklesu, od lednového maxima ztratily v souhrnu již téměř 20 %. Z větších ekonomik se dařilo jen indickým akciím, jejich zisk se blížil 3 %. Probíhající výprodeje jsou odrazem nejistoty investorů ohledně budoucího vývoje, kterému dominují politická rizika – ať už se jedná o stále se stupňující obchodní válku mezi Čínou a USA, blížící se volby v Brazílii bez jasného favorita nebo bezprecedentní výprodej tureckých aktiv následovaný zhoršením vztahů se Západem a zhoršením vnímání tamní politické situace. Pod tlakem se ocitla také velká část měn rozvojových ekonomik, které vůči dolaru zaznamenaly z podobných důvodů výrazné ztráty. Těmto měnám nepřidává ani zvyšování sazeb americké centrální banky, které na jedné straně relativně zvyšuje atraktivitu dolaru a na druhé straně také zvyšuje náklady na financování těchto ekonomik.



### DLUHOPISOVÉ TRHY

#### USA A EMU

Vývoj ve Spojených státech se v srpnu nesl ve znamení mírného poklesu výnosů amerických vládních dluhopisů. Desetileté výnosy se tak vrátily na úroveň z konce června, tj. na 2,85 % (z 2,95 % koncem července). Na kratším konci byl vývoj ještě méně zajímavý, dvouleté výnosy zůstaly beze změny lehce pod hranicí 2,65 %. Křivka se tak dále zploštila a zůstává nejméně plochá od roku 2007.

V jádru eurozóny byl vývoj nezajímavý, německé desetileté dluhopisy během srpna zůstaly velmi nízko, když oproti konci července poklesly pár bodů na střední části (pět let) a o zhruba 7–8 b. b. na dlouhém konci (deset let) křivky (na desetileté splatnosti tedy na 0,36 %).

Na periferii byla situace volatilnější, a to zejména v Itálii. Vzhledem k tomu, že nová italská vláda má sklon ze všeho udělat drama (naposledy s lodí plnou uprchlíků), vzrostly italské desetileté dluhopisy nad 3,20 %, tj. o zhruba 40 b. b. výše než koncem července. Riziková prémie italských desetiletých dluhopisů nad německými dosáhla nejvyšší hodnoty (290 b. b.) za skoro pět let.

#### FIREMNÍ DLUHOPISEY

Vývoj na trhu korporátních dluhopisů byl v srpnu mírně negativní. Po solidním červenci převážily opět negativní faktory, jež se promítly do určitého vzestupu průměrných kreditních marží napříč sektory a jak v investičním, tak spekulativním ratingovém pásmu. Těmi hlavními byly odklon od rizika pod vlivem prohlubující se krize v Turecku a Argentíně, které se zčásti promítly do všech rizikových finančních aktiv a následně také nepříznivý technický faktor – po podprůměrných měsících opět postupně rostoucí emisní aktivita firem na primárním trhu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za srpen stoupla o 7 b. na 81 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) vzrostla o umírněných 10 b. na 303 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly v podobném rozsahu jako korporátní obligační trh.

#### ČR

**Na českém dluhopisovém trhu se toho v srpnu moc nedělo.** Výnosy na krátkém konci výnosové křivky vlivem růstu sazeb ČNB a nové prognózy slibující jejich další růst vzrostly na 1,35 %, na dlouhém konci výnosové křivky zůstaly zhruba beze změny (lehký pokles o 5 b. b. na 2,1 % na konci srpna nestojí za řeč). Dluhopisy delších splatností měly podporu v silicím nákupním zájmu jak domácích, tak zahraničních investorů, tuto poptávku však z větší části uspokojily primární aukce Ministerstva financí, jež se nadále orientovalo především na tento segment splatností.

#### POLSKO

**Polská výnosová křivka zůstala i během srpna bez jakýchkoliv změn.** Na delším konci poklesly výnosy o zhruba 5 b. b. na 3,15 %, na krátkém konci zůstaly beze změny na úrovni 1,6 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





## DLUHOPISOVÉ TRHY

### TURECKO

Vývoj tureckých aktiv a tržní sentiment vůči Turecku během srpna eskalovaly/gradovaly do nefalšované paniky a zběsilého úprku investorů jak z kurzu turecké liry, tak z vládních, firemních dluhopisů i akcií. Ten byl důsledkem faktické nečinnosti vrcholných představitelů (centrální banka, prezident, vláda), kteří nepřikročili k rychlým a razantním krokům ke stabilizaci situace, v čele s citelným zvýšením úrokových sazeb. Situaci dále zhoršila eskalace konfliktu se Spojenými státy (tlak USA na propouštění zadržovaného amerického pastora), která vyústila ve zdvojnásobení amerických cel na dovoz oceli a hliníku z Turecka. Turecký ministr financí Albayrak poté na rychle zorganizovaném konferenčním hovoru přesvědčoval investory, že Turecko zareaguje potřebným koordinovaným zpřísněním fiskální i měnové politiky a že potřebným způsobem a plně v intencích tržní ekonomiky zchladí přehřátou ekonomiku. To vedlo k částečné stabilizaci situace, koncem měsíce však negativní sentiment opět převážil, když prozatím k žádné rozhodné akci tureckých představitelů nedošlo. Za srpen ceny vládních dluhopisů razantně klesly, jejich požadované výnosy do splatnosti vzrostly o 3–7 procentních bodů a koncem měsíce se nacházely na úrovni 21,5–27,5 %. Měnový kurz TRY v srpnu ztratil ke koši měn (EUR, USD) přes 33 %, od počátku roku se jeho ztráta prohloubila na téměř 72 %.

### MĚNY

**V srpnu se americký dolar proti euru nejdřív dostal až k hranici 1,13, což byla jeho nejsilnější hodnota za více než rok.** Byl to nejenom odraz očekávané pokračující divergence měnových politik, ale hlavně odraz „úprku ke kvalitě“ kvůli eskalaci krize v Turecku. Poté, co došlo k jistému uklidnění situace na rozvíjejících se trzích, došlo také k návratu dolaru na hodnoty z konce července, tj. 1,17.

**Na všech lokálních měnách se podepsal výprodej způsobený tureckou krizí. Česká koruna** oslabilo mírně, když se z 25,60 začátkem srpna celou druhou polovinu měsíce obchodovala mezi 25,70 a 25,75. Podobný vývoj byl i u maďarského forintu, který z úrovní pod 320 počátkem srpna oslabil na 324, kde měsíc i uzavíral. Nic na tom nezměnila ani vyšší inflace, která dle nás bude muset na nejbližším zasedání MNB vést k přehodnocení očekávané trajektorie měnové politiky. U **polského zlotého** byla situace jiná v tom, že sice – podobně jako forint či koruna – v první dekádě srpna oslabil (na chvíli až na 4,34), ve druhé polovině měsíce se však vrátil na hodnoty z jeho začátku, tj. 4,27.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti lehce pod hranicí 180 b. b.** Dle nás by tento vývoj měl pokračovat. Utahování rizikové premie 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 utahování měnové politiky dřív a že bude letos v tomto počínání nejspíš ještě pokračovat, menší, než jsme původně očekávali (ke 2 % na desetileté splatnosti). 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 desetiletých výnosů někam k 0,8–1 % v nejbližším roce. Výhled na nadvýkonnost či 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 – koncem prvního pololetí nerezidenti drželi 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou střednědobě výrazně nadprůměrné podíly, v rámci globální množiny rozvíjejících se obligačních trhů dokonce jedny z nejvyšších. 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 desetileté polské dluhopisy dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3 %) od listopadu 2016, začal převládat trend postupného mírného růstu.** Polská jádrová inflace v prvních pěti měsících letošního roku klesala (a v dalších dvou zůstala na 0,6 %, tj. velmi nízko), což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších šesti kvartálech je stále 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 mimo jiné 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.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO**

Turecká aktiva (vládní a bankovní dluhopisy, měnový kurz TRY), zmítaná divokým vývojem a panikou investorů, se dle našeho názoru dále vzdálila úrovním daným stavem tureckých makroekonomických fundamentů, respektive vyhlídkami jejich dalšího vývoje. Jsme přesvědčeni, že negativní vývoj posledních měsíců je přehnanou reakcí trhu, počítajícího se scénářem, že nedojde k viditelnějšímu zlepšení turecké situace a k rebalancování ekonomického obrázku. My věříme, že stávající vládnoucí garnitura v čele s prezidentem Erdoganem si uvědomuje vážnost situace a bude jednat v hospodářské politice racionálně s cílem podpořit rebalancování přehřáté ekonomiky utažením rozvolněné fiskální politiky. K němu již ostatně podle posledních údajů zahraničního obchodu a kvůli skokově snížené úvěrové aktivitě bank dochází. To doplní odhadované další zpřísnění politiky monetární (očekáváme, že centrální banka v září zvýší úrokové sazby o 2,5–5 procentních bodů nad 20 %) a přes ochlazení ekonomiky to posléze povede k postupnému ztlumení nyní excesivně vysoké inflace a k redukcí 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 je dále Čína a Rusko) by výrazně snížily refinanční potřeby na obligačních trzích. 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 20–27 % 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.

**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 diferenciacích měnových politik 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 na 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 pro kurz dolaru již 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.

**Koruna se po červnovém oslabení v červenci opět vrátila na silnější úroveň, byť ne na úroveň tak silné, jak celý letošní rok očekávala ČNB; v srpnu pak na těchto úrovních zůstala.** 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. Náš 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 pro výraznější posílení zlotého, ale ani hodnoty 4,27, na které se dostal v srpnu, neodpovídají silnému růstu ekonomiky ani celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat ke 4,20.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****MĚNY**

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. 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 nejbližší prognóza dle nás tento bod přiblíží.

**AKCIOVÝ TRH**

Na akciové trhy máme selektivní názor. U akcií amerických společností nyní těžko hledáme důvody výrazného růstu akcií. Ve prospěch hovoří 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 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 ohledně 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. V letošním roce by se Moneta 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 ohledně nového akciového titulu AVAST. Investoři začnou postupně oceňovat celosvětovou diverzifikaci tržeb, šíři 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, 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 ohledně akcií 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 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](http://www.conseq.cz).

**PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE**

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