

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY

USA – S&P 500	1,31 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,23 %
Japonsko – Nikkei 225	1,15 %
MSCI Emer. Mark.	-1,69 %
ČR – PX	1,44 %
Polsko – WIG30	-0,86 %
Maďarsko – BUX	1,21 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays

USA	-0,12 %
Evropa	1,69 %
ČR	1,72 %
Polsko	0,93 %
Maďarsko	1,32 %
Turecko*	6,41 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY

(pokles = posílení)

USD/EUR	-2,58 %
CZK/USD	3,73 %
CZK/EUR	1,03 %
PLN/EUR	0,92 %
HUF/EUR	0,93 %
TRY/EUR	-6,39 %

KOMODITY

Ropa Brent	-2,07 %
Zemní plyn	-3,25 %
Sil. elektřina	4,23 %
Zlato	0,88 %
Stříbro	7,55 %
Měď	-1,26 %

ČERVENEC V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Evropská centrální banka zasedala 25. července. Výstupy byly v souladu s očekáváním investorů; ECB jednak ponechala úrokové sazby beze změny a jednak nepřímo indikovala, že kvůli perzistentně slabé inflaci pod inflačním cílem, slabému ekonomickému růstu a zhoršujícím se výhledu by mohla úrokové sazby snížit ještě více do záporu. Většina investorů se domnívá, že ke snížení úrokových sazeb by mohlo dojít už na příštím zasedání v září. Evropská centrální banka rovněž nepřímo indikovala, že by mohla znovuobnovit program kvantitativního uvolňování (QE), tedy nákupy vládních a korporátních dluhopisů. K jeho oznámení by mohlo podle tržních odhadů dojít na zasedání v říjnu.
- Růst ekonomiky USA překonal očekávání investorů, když HDP ve druhém čtvrtletí vzrostl o 2,1 %. Tržní konsenzus byl na úrovni 1,8 % (mezikvartálně a anualizovaně). Nicméně i tak se jednalo o výrazné zpomalení oproti prvnímu čtvrtletí, kdy růst činil 3,1 %.
- Růst ekonomiky eurozóny ve druhém čtvrtletí zpomalil z 0,4 % mezikvartálně na 0,2 %. Toto zpomalení podporuje holubičí postoj ECB.
- Americká centrální banka Fed zasedala 31. července a v souladu s očekáváním investorů snížila základní úrokovou sazbu, fed funds rate, o 0,25 % na cílové pásmo 2,00 až 2,25 %. Fed své rozhodnutí zdůvodnil známými faktory jako mírně slabší inflace, mírně zpomalující americká ekonomika, a především globální nejistoty, především v podobě obchodní války s Čínou. Fed zároveň zastavil „vyfukování“ své bilance, nebude tedy již dále snižovat objem dluhových cenných papírů ve svém portfoliu.
- Česká národní banka 1. srpna dle očekávání úrokové sazby ponechala na stávající úrovni, klíčová dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na úrovni 2,0 %. Guvernér Rusnok potvrdil, že nejpravděpodobnější scénář je nyní dlouhodobější stabilita sazeb. Důvod ke snižování sazeb, které trh částečně již očekává, nevidí.
- Americký prezident Donald Trump plánuje zavést nová cla na čínské zboží ve zbývajícím objemu přibližně 300 mld. dolarů ve výši 10 %. Znovu se tak ukázalo, že obchodní válka tady velice pravděpodobně bude ještě velice dlouho.
- Čína reagovala výrazným oslabením juanu nad úroveň 7,0 CNY/USD. Americké ministerstvo financí vzápětí označilo Čínu za „měnového manipulátora“.
- Pokračující holubičí postoj klíčových centrálních bank a zpomalující dynamika světové ekonomiky měly za následek další výrazný růst cen dluhopisů, respektive pokles výnosů do doby splatnosti. Aktuální situace na globálním dluhopisovém trhu je bezprecedentní. Přibližně čtvrtina všech dluhopisů momentálně nese záporný výnos, ceny jsou tak na historických maximech. Celá německá výnosová křivka je nyní v záporu. Dokonce několik eurových korporátních dluhopisů se spekulativním ratingem (high yield) nyní nese záporný výnos. Stoletý rakouský vládní dluhopis nese 0,7 %. Vzhledem k pravděpodobnému pokračování uvolňovacích měnových politik klíčových centrálních bank, včetně možného znovuobnovení programu kvantitativního uvolňování ze strany ECB, tedy nákupy dluhopisů, je dosti pravděpodobné, že dluhopisové výnosy budou dále klesat, respektive ceny budou dosahovat nových maxim.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

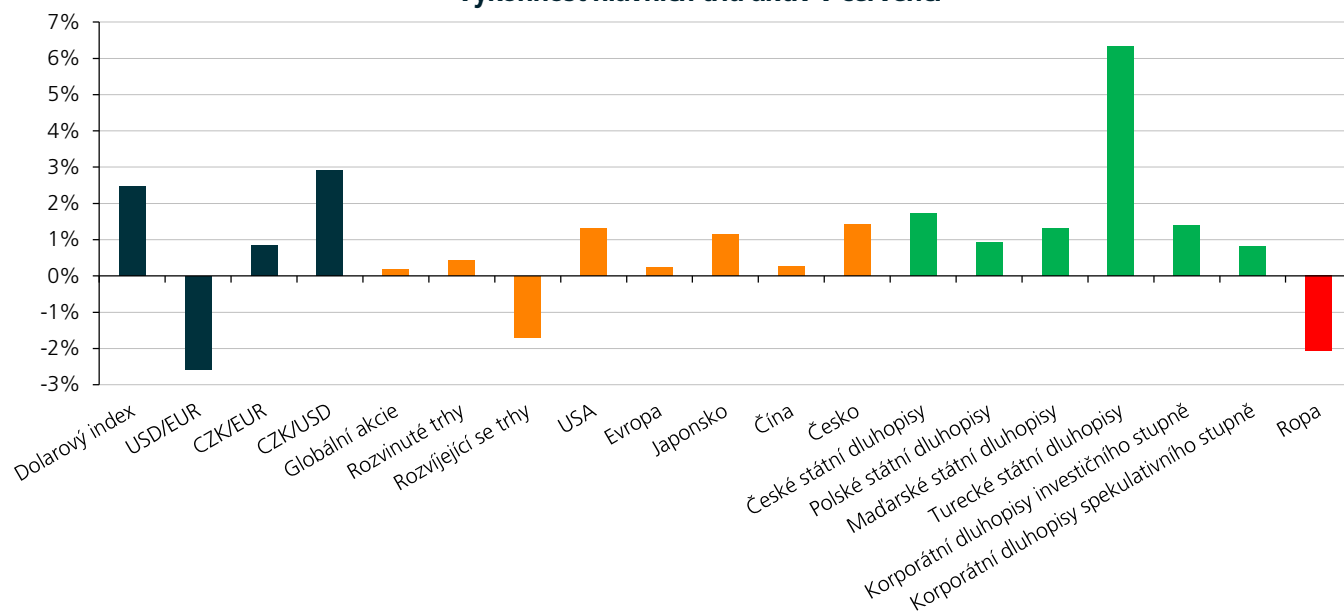
- Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 2,5 %. Vůči euru dolar posílil o 2,6 % na úroveň 1,108 dolaru za euro.
- Koruně posilující dolar neprosplával. Ve výsledku koruna vůči euru oslabila o 1,0 % a vůči dolaru o 3,7 % a měsíc zakončila na úrovni 25,66 CZK/EUR, respektive 23,01 CZK/USD.

ČERVENEC V KOSTCE

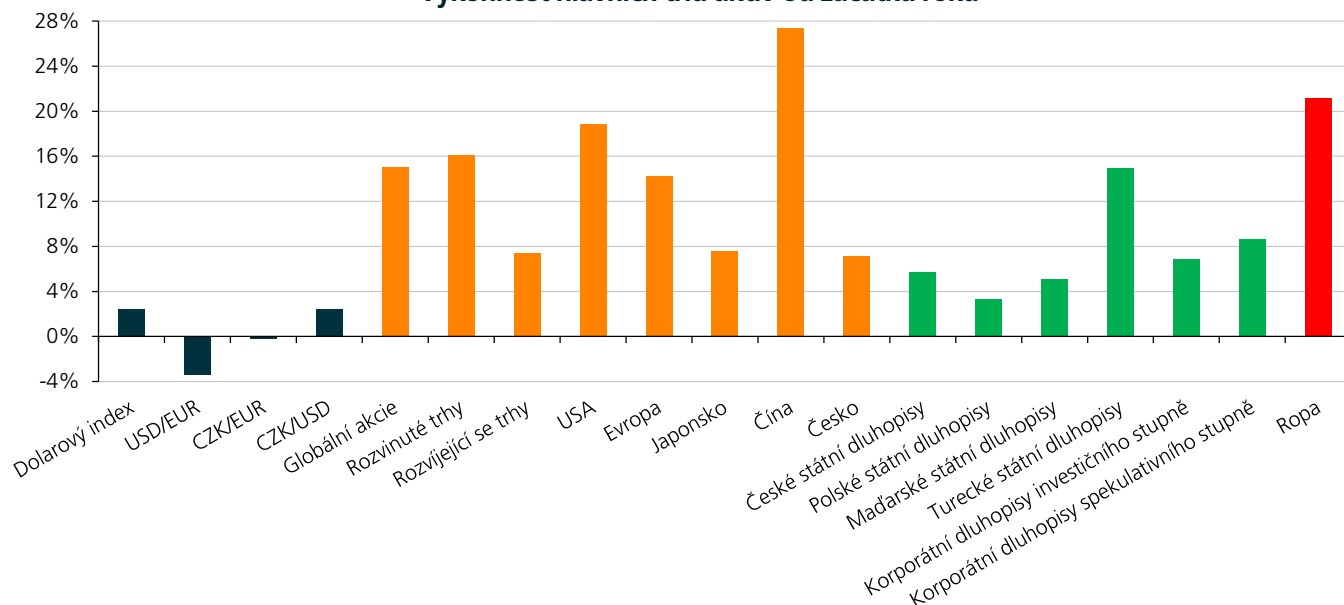
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Akcie se celkově pohybovaly kolem nuly. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World si připsal nepatrné zhodnocení 0,2 %. Z regionálního pohledu se mírně dařilo akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World 0,4 %), naopak akciové trhy rozvíjejících se zemí ztrácely (MSCI Emerging Markets -1,7 %). Od začátku roku jsou přitom globální akciové trhy silnější o 15 %.
- Z konkrétních zemí se mimořádně dařilo akciím v Turecku (BIST 100 +5,8 %) a Rumunsku (BET +4,4 %). Naopak výraznější ztráty zaznamenaly z hlavních trhů indické akcie (Sensex -4,9 %).
- Pražská burza dle indexu PX připsala mírně nadprůměrný zisk 1,4 %. Index PX měsíc zakončil na úrovni 1 057 bodů.
- Dluhopisy pokračovaly v růstu. České vládní dluhopisy připsaly dle indexu českých vládních dluhopisů Bloomberg Barclays další velice slušný zisk 1,7 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností poklesl o 0,44 % na úroveň 1,13 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností o 0,30 % poklesl na úroveň 1,22 %.
- Dařilo se i dalším dluhopisům v regionu. Polské vládní dluhopisy připsaly zisk 0,9 % a maďarské vládní dluhopisy připsaly zisk 1,3 %. Turecké vládní dluhopisy zaznamenaly dokonce zisk ve výši 6,3 % a od začátku roku připisují zhodnocení 15,0 %.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v červenci



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



ČERVENEC V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Positivně na tom byly také korporátní dluhopisy. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 1,4 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) posílil o 0,8 %.
- Cena ropy Brent poklesla o 2,1 % na úroveň 65 dolarů za barel.

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu července žádné významné investiční akce neprováděli. Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.
- U českých vládních dluhopisů stále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace.

ASSET ALOKACE	akcie	dluhopisy	alternativy	hotovost
	=	–	+	+
	neutrál	podvážení	nadvážení	nadvážení

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Údaje o HDP z klíčových ekonomik – USA, eurozóny a Číny – za první dvě letošní čtvrtletí toto mírné zpomalování potvrdily a dle předstihových indikátorů, jako jsou indexy nákupních manažerů PMI, bude toto zpomalování pokračovat i v druhém pololetí.
- Aktuální konsenzus společnosti FocusEconomics přitom odhaduje růst světové ekonomiky za celý rok 2019 na úrovni solidních 2,8 %, byť se tento odhad v průběhu času posouvá mírně dolů. V každém případě ale platí, že globální hospodářskou recesi momentálně ekonomický konsenzus rozhodně neočekává. Hlavními tahouny globálního růstu budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií.
- Inflace je v USA a eurozóně o něco slabší, než by se centrálním bankéřům líbilo. Nicméně celkově inflační vývoj stále nepředstavuje pro globální finanční trhy zásadní problém. Inflace by se měla i nadále pohybovat kolem 2% inflačních cílů. Výrazný nárůst inflace, zdá se, rozhodně není na pořadu dne.
- Co se týče klíčových centrálních bank, Fed a ECB se posunuly dále k ještě uvolněnější měnové politice. Fed úrokové sazby v červenci snížil a je možné, že další snížení budou následovat. Evropská centrální banka na zářijovém zasedání pravděpodobně úrokové sazby sníží ještě více do záporu a ve hře je také znovuoživení programu kvantitativního uvolňování, tedy nákupu dluhopisů. Naopak u japonské centrální banky jsme se v posledním období žádné změny nedočkali. Bank of Japan bude i nadále udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se v Japonsku stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem.
- Na trh českých vládních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, přičemž v červenci dále výrazně poklesly.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu od začátku roku již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů, kreditní marže, se totiž nyní pohybuje na historických minimech.
- Co se globálního akciového výhledu týče, globální akciové trhy jsou od začátku roku ke konci července o 15 % silnější. Výrazná změna rétoriky Fedu a ECB v posledním období pro ně představovala velice silný pozitivní impuls. Domníváme se, že tento pozitivní faktor je v cenách akcií již zacacen. Klíčovým faktorem pro následující období tak patrně opět bude obchodní válka mezi USA a Čínou, která bude velice pravděpodobně pokračovat ještě dlouho. Myslíme si nicméně, že tento faktor lze jen stěží predikovat. I další vývoj pravděpodobně bude dosti nervózní a dovedeme si představit všechny tržní scénáře: pokračování (mírného) růstu, konsolidaci na stávající úrovni nebo i pokles, pokud by se situace znovu rozjitřila. Celkově proto máme na akcie i nadále neutrální názor. Tento názor navíc podporují tři fundamentální faktory. Zaprvé, makroekonomický obrázek se proti konci loňského roku, kdy trhy prošly rapidními poklesy, příliš nezměnil. Světová ekonomika dále mírně zpomaluje. Zadruhé, z historického srovnání jsou valuace jako P/E, P/B či P/S přibližně na úrovních historických průměrů, což značí neutrální, respektive férové akciové ocenění. Akcie tak nejsou ani vyloženě levné, ani vyloženě drahé. A zatřetí, globální dynamika korporátních zisků prudce zpomaluje. Zatímco v druhé polovině loňského roku se pohybovala enormně vysoko, kolem 25 % meziročně, dle aktuálních dat dynamika zpomalila na nulu, od které by se mohla v následujících kvartálech dle konsenzu analytiků odrazit mírně výše.

ČERVENEC V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Z hlediska regionální akciové alokace stále silně preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets), a to na základě čtyř fundamentálních faktorů. 1) Valuace jsou příznivé. 2) Hospodářský růst je 2,5krát vyšší. Platí to zejména pro rozvíjející se Asii, tedy Indii a Čínu. 3) U korporátních zisků očekáváme „mean-reversion“ neboli navrácení se k průměru. Tím máme na mysli to, že by se měla dynamika korporátních zisků na rozvíjejících se trzích postupně začít normalizovat, tedy přiblížit se a na nějakou dobu předejít dynamiku zisků rozvinutých trhů. 4) Na delších časových horizontech je výkonnost emerging markets oproti trhům rozvinutým výrazně horší. Navrácení se k průměru by se i v tomto směru mělo dříve či později dostavit.
- 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 patří 1) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou, případně EU, 2) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky v čele s Čínou a 3) tvrdý brexit bez dohody.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomický růst byl ve druhém čtvrtletí slabý, poptávka domácností dále zpomalila. Pod vlivem slabších makrodat, rostoucích rizik (brexit, obchodní válka) a tvrdošíjně nízké inflace se ECB chystá k dalšímu uvolnění měnové politiky.

První odhad tempa růstu HDP ve druhém čtvrtletí bohužel splnil nízko nastavená očekávání. Naděje, které vyvolal negativní příspěvek zásob v posledním čtvrtletí minulého a v prvním čtvrtletí letošního roku, že obnova zásob růstu ve 2Q19 pomůže, se nevyplnily. Dle Eurostatu hospodářský růst dosáhl jen 0,2 % q/q, což je tempo poloviční oproti 1Q19 a shodné s tempem zaznamenaným ve 4Q18. Francouzská ekonomika přidala 0,2 % q/q (v 1Q19 to bylo 0,3 % q/q), španělská ekonomika vzrostla o 0,5 % q/q (což bylo její nejslabší tempo od 3Q18 a zřetelně slabší než růst o 0,6 % q/q v prvním čtvrtletí). U obou těchto ekonomik máme už i předběžná strukturální data. Ve Francii zpomalilo tempo růstu poptávky domácností (na 0,2 % q/q), naopak zrychlily (ve Francii však notoricky volatilní) fixní investice; čistý export růstu pak ani nepomáhal, ani neubíral. Ve Španělsku rostla poptávka domácností, nejslabším tempem (0,3 % q/q) za rok, negativně se na růstu podepsaly i fixní investice (−0,2 % q/q). Pozitivně španělskému růstu naopak přispěl čistý export. Poslední velkou zemí, která do uzávěrky tohoto materiálu zveřejnila tempo růstu ekonomiky za druhé čtvrtletí, byla Itálie. Její tempo růstu sice překvapilo, ale nedá se mluvit o žádné slávě – očekávání nastavené na mírnou kontrakci (−0,1 % q/q) překonala Itálie jen stagnací (0 %).

Měsíční data, která byla během července zveřejněna, nejsou samozřejmě s ohledem na to, že už jsou k dispozici i data za HDP, nyní už moc zajímavá. Relevantní jsou tak jen předstihové ukazatele typu PMI, IFO a vpřed hledící ukazatele typu německých průmyslových objednávek.

Vývoj předstihových indikátorů byl v červenci nejednoznačný. Pozitivem bylo, že pohodlně nad hranicí 50 bodů zůstal index nákupních manažerů ve službách, což je v eurozóně dominantní část ekonomiky. To by mělo zajistit, že ekonomika se ani ve druhé polovině letošního roku nedostane do recese. **Negativem** pak byl vývoj v průmyslu, kde index zamířil dále na jih: jeho červencová hodnota 46,5 bodu je nejnižší od prosince 2012 a jasně indikuje, že průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí poklesne. A německý index IFO, který v červenci klesl na nejnižší hodnotu (95,7 bodu) od prosince 2012, zase potvrzuje, že bude pokračovat dosavadní vývoj, tj. že primárním důvodem, proč je průmysl v eurozóně v červených číslech, je slabost v Německu. Stejný výhled poskytuje **vývoj německých průmyslových tržeb**. Ty v květnu poklesly o 2,2 % m/m, což znamená, že jsou (o 0,2 %) nižší než před třemi lety a o skoro 9 % nižší než před rokem (a o 7 % nižší než koncem minulého roku). To na brzké zlepšení situace v německém (potažmo evropském) průmyslu skutečně nevypadá.

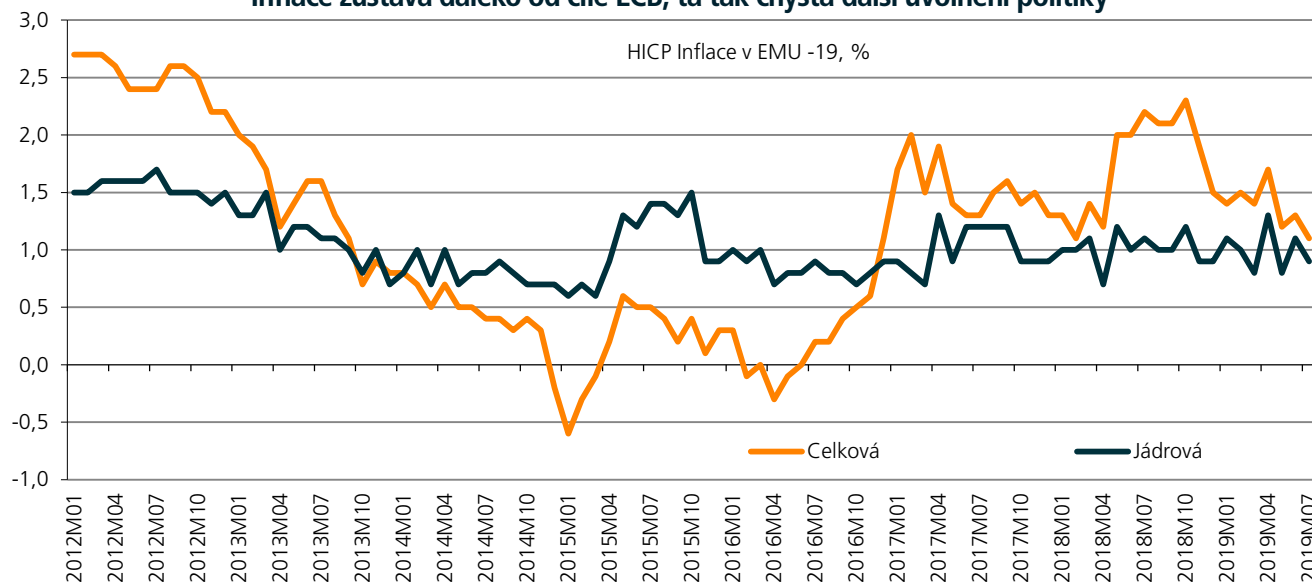
Jak už pozornému čtenáři jistě naznačil první odstavec, inflace se ani počátkem třetího čtvrtletí nahoru nehnula. S velmi pomalým růstem poptávky domácností, jehož anualizované tempo dosahuje v nejlepším jednoho procenta, je nepřekvapivé, že inflace setrvává na úrovních, které jsme viděli v posledních pěti letech. V červenci tak dle předběžných dat celková inflace klesla na 1,1 %, což je nejnižší od února 2018, jádrová inflace pak opět zamířila pod procento (0,9 %).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

To, že se tento (nyní již letitý) inflační obrázek nemění, se samozřejmě nelíbí ECB. Připomeňme, že na svém **červnovém zasedání ECB** a) prodloužila období, po které určitě nebude zvyšovat sazby, „nejméně do konce první poloviny 2020“, b) vrátila do hry možnost znovuoživení odkupu aktiv (QE), c) připustila další pokles sazeb. **Na červnovém zasedání pak ECB** dále připravila trhy na to, že se schyluje k novému uvolnění měnové politiky. Zprvu, ECB potvrdila, že začala pracovat na možnostech, jak dále politiku uvolnit. Zadruhé, ECB přiznala, že její prognóza, že ekonomický růst přinese inflaci, se nenaplní. Zatřetí, Draghi řekl, že „klesají inflační očekávání a že se to ECB nelíbí“. Což je v podstatě nejsilnější možný signál, že k uvolnění politiky, pokud se nestane inflační zázrak, letos dojde.

Inflace zůstává daleko od cíle ECB, ta tak chystá další uvolnění politiky



Zdroj: Eurostat

USA

Americká centrální banka dotočila měnověpolitickou piruetu, a to navzdory tomu, že inflace ve druhém čtvrtletí výrazně zrychlila a ekonomická data zůstávají dobrá.

Americká ekonomika vzrostla dle prvního odhadu ve druhém čtvrtletí letošního roku tempem 2,1 % (q/q, anualizovaně), tj. tempem o 1 p. b. pomalejším než v prvním čtvrtletí. Na zpomalení oproti prvnímu čtvrtletí se nejvíce podepsaly investice, které z kladného příspěvku ve výši 1,1 p. b. v prvním čtvrtletí překmitly do negativního příspěvku ve výši 1 p. b. ve čtvrtletí druhém, a čistý export, který místo pozitivního příspěvku ve výši 0,7 p. b. z prvního čtvrtletí stejným rozsahem růstu ve druhém čtvrtletí ubíral. Naopak ale, v souladu s tím, co naznačovala měsíční data, se dobře vedlo soukromé spotřebě domácností, jejíž příspěvek ve výši 2,9 p. b. byl největší od konce roku 2017.

Data zveřejněná během července nejsou z dnešního pohledu tak zajímavá, vše je totiž shrnuto v datech o růstu HDP. Proto jen stručně. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a vojenské techniky, což je proxy pro fixní investice, se sice v červnu zvýšily o 2 % m/m, ale to zdaleka nestačilo kompenzovat propady v dubnu (-2,8 % m/m) a v květnu (-2,3 % m/m). **Průmyslová produkce** zaznamenala v červnu stagnaci, což byl také kumulativní výsledek za celé druhé čtvrtletí. Nic úžasného, žádná katastrofa. **Maloobchodní tržby** bez aut a paliv v červnu po květnovém nahoru revidovaném pozitivním růstu o 0,4 % přidaly dalších 0,7 % m/m; za celé druhé čtvrtletí tak tržby vzrostly o 1,6 %. To je v souladu s tím, jak se vyvíjí **trh práce**. Po silném prvním čtvrtletí, kdy trh práce vytvořil 522 tisíc soukromých pracovních míst, pokračoval podobný vývoj i ve druhém čtvrtletí, v němž vzniklo 469 tisíc nových pracovních míst.

Oficiální míra nezaměstnanosti dosáhla v červnu 3,7 %, její alternativní míra, zahrnující kromě nezaměstnaných i lidi, kteří pracují méně, než by chtěli, vzrostla oproti květnu o 0,1 p. b. na 7,2 %. To je stále jedna z nejnižších hodnot od konce roku 2000. **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti činily ve druhém čtvrtletí v průměru 205 tisíc/týdně**, což je nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se projevuje ve mzdách: nominální mzda vzrostla v červnu, stejně jako v květnu, o 3,1 % r/r (reálná však pouze o 1,5 %). Nominální tempo lehce nad třemi procenty jistě není žádná sláva, je to však pokrizové (tj. desetileté) maximum.

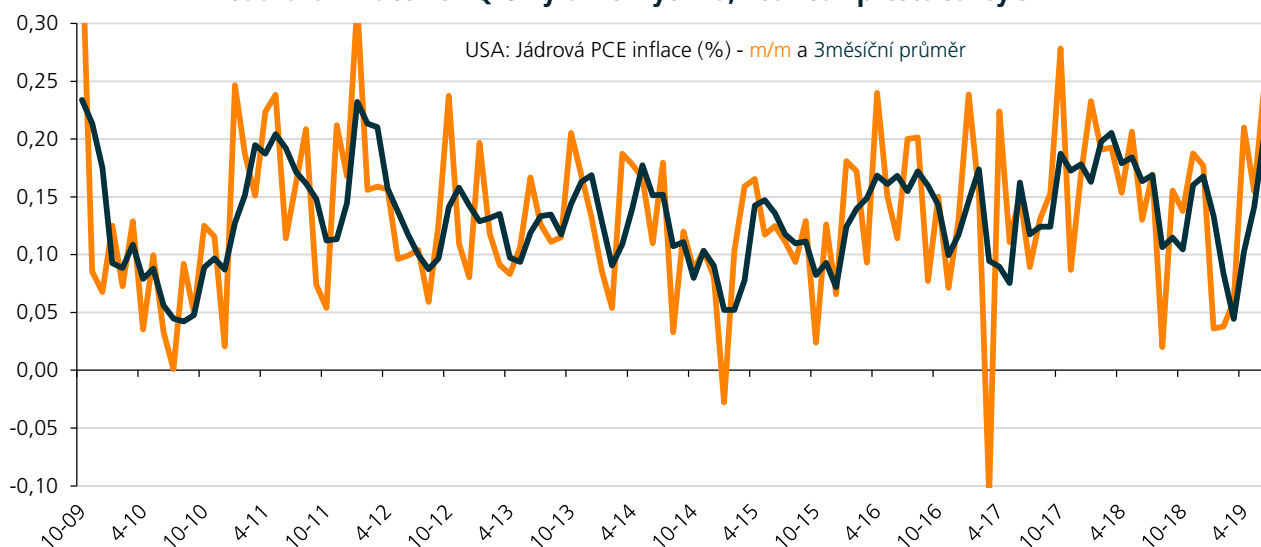
HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Největším překvapením druhého čtvrtletí a června obzvláště je jádrová (PCE) inflace. Ta totiž poté, co v prvním čtvrtletí skoro nerostla a dodala tak Fedu důvod (byť dle nás jen zástupný) k pozdější holubičí otočce, ve druhém zrychlila přímo ukázkově, když přidala 0,6 % q/q. To je v anualizovaném vyjádření výrazně přes 2 %. „Inflace je nízká, a proto je potřeba měnovou politiku uvolnit“ by tak jako zdůvodnění toho, proč je potřeba měnovou politiku dále uvolnit, již nemělo jít použít.

Fed si však vývojem jádrové inflace nenechal své plány na snížení sazeb, o nichž ještě před půlrokem nepadlo ani slovíčko, pokazit. Dotahující měnověpolitickou piruetu, kterou Fed začal kroužit v květnu, snížila americká centrální banka na svém zasedání koncem července sazby, a to o čtvrt procentního bodu. Jednalo se o první snížení sazeb za 10 let. Na tiskovce to Fed překvapivě odůvodnil nízkou inflací, ale i slabým globálním růstem a nejistotou v zahraničním obchodě, všechno jsou to dle nás však důvody zástupné. Jak už jsme zmínili, inflace je stejná jako v dobách, kdy Fed sazby utahoval, a v posledním čtvrtletí dokonce výrazně urychlila; nejistota v zahraničním obchodě je realitou od nástupu Trumpa do funkce. Skutečným důvodem snižování je dle nás snaha nerozzlobit si republikánského kandidáta na prezidenta.

Jádrová inflace ve 2Q19 výrazně zrychlila, Fed však přesto sazby snížil



Zdroj: bls.gov

CEE3

ČR

Průmyslová produkce tvrdošíjně ignoruje předstihové indikátory a nadále roste. Jestřábí nálada se z bankovní rady ČNB definitivně vytratila.

Data o růstu celkové ekonomiky ve druhém čtvrtletí prozatím zveřejněna nebyla. Měsíční data však byla v jednom případě značně překvapivá.

Průmyslová produkce totiž i v polovině druhého čtvrtletí tvrdošíjně ignorovala index nákupních manažerů, který v květnu poklesl na 46,6 bodu, a dále meziročně rostla. V květnu produkce vzrostla počtvrté v řadě a její tempo růstu (+1 % m/m) bylo dokonce nejrychlejší od loňského listopadu. Místo toho, aby produkce meziročně o 2–3 % poklesla, což historicky obvykle následovalo poté, co se PMI propadl takto hluboko pod hranici 50 bodů, průmysl v květnu vzrostl o 3,2 % r/r. Jakkoliv je to překvapivé, nezdá se moc pravděpodobné, že by takto pozitivní vývoj měl pokračovat i v následujících měsících. Zprvu, německé objednávky, jak jsme zmínili nahoře, v květnu poklesly o skoro 9 % meziročně (a Bundesbanka vydala v souvislosti s tím varování, že Německo možná zažije ve druhé polovině roku mělkou recesi). Zadruhé, **český PMI klesl v červnu na 45,9 bodu, a v červenci dokonce na 43,1 bodu**, což je nejnižší od června 2009. V rámci indexu klesla nejenom stávající produkce (dokonce nejvíce od května 2009), ale i objednávky (podeváté v řadě a nejvíce od dubna 2009), což skutečně nemůže předznamenávat pozitivní růst do druhé poloviny roku.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

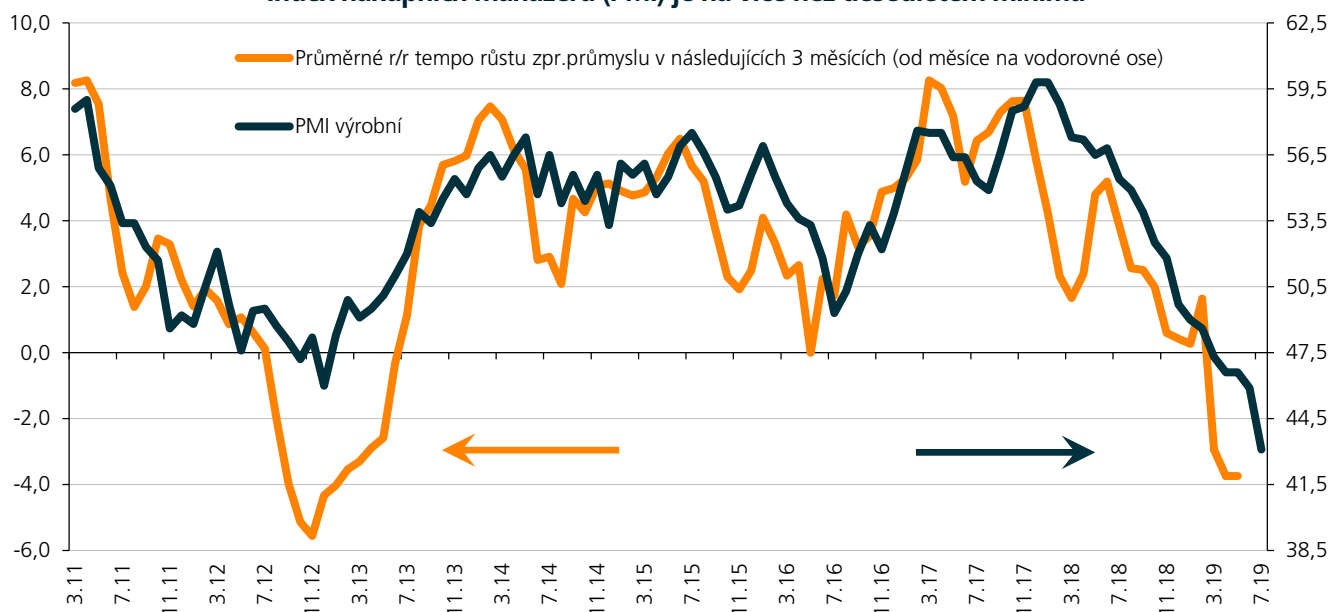
ČR

Maloobchodní tržby na rozdíl od průmyslu, nepřekvapily. Celkové tržby přidaly 2,8 % r/r, což je tempo skoro shodné s průměrným meziročním tempem růstu mezi lednem 2018 a dubnem 2019 (které činilo 2,9 %). To sice nevypadá nijak slavně, ale je potřeba připomenout, že tržby vážnou toliko v sektoru aut a paliv. Bez aut, paliv (a bez potravin) je obrázek jiný: jádrové maloobchodní tržby, tj. tržby bez těchto položek, přidaly 6,9 % r/r, což je o něco slabší než průměr za (v předchozí větě) zmíněné období, který činil 7,7 % r/r. A ano, jedná se o reálná tempa růstu, což znamená, že spotřebitelé utrácí za tyto položky jedním z nejvyšších temp za 20 let.

Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace zůstala v červnu ve vrchní polovině inflačního pásma, její tempo dosáhlo 2,8 %, což je nejnižší od února. U poptávkové inflace jsme zaznamenali urychlení z 2,5 % na 2,7 %. Ve struktuře však nadále převládají vlivy, které neukazují na široké poptávkové tlaky: sektor bydlení stále tvoří polovinu inflace, alkohol + potraviny + tabák pak další čtvrtinu.

Česká národní banka na svém červencovém zasedání ponechala sazby beze změny, a to jednomyslně. To znamená, že jestřábí nápady už opustily i posledního člena bankovní rady ČNB V. Bendu, který ještě na červnovém zasedání jako jediný hlasoval pro růst sazeb. Připomeňme, že ještě v květnu pro růst sazeb hlasovali všichni členové bankovní rady. Zatímco se tedy Fed a ECB v posledních měsících rychle otočily směrem k uvolnění měnové politiky, ČNB podobně rychle přešla od jestřábího naladění k neutrálnímu. Nová prognóza nepřinesla nic zvláštního: výhledy růstu i inflace byly mírně upraveny směrem nahoru, prognóza kurzu koruny se (jako obvykle) posunula na krátkém horizontu více k současné hodnotě, na delším (jako obvykle) ČNB nadále očekává její výrazné posílení. U sazeb namaloval prognostický tým vlnku, kde v letošním roce mají sazby jednou vzrůst, v příštím pak klesnout. Toto „kvedlání“ však na tiskovce v podstatě vyloučil guvernér, který řekl, že se mu nejvíce zamlouvá hladší průběh sazeb, tj. stabilita, a to i na delším horizontu.

Index nákupních manažerů (PMI) je na více než desetiletém minimu



Zdroj: Markit

POLSKO

Polský průmysl „konečně“ aspoň trochu následuje předstihové indikátory, inflace dále zrychluje.

Ani v Polsku, podobně jako v ČR, nebyla prozatím zveřejněna žádná data o růstu HDP ve druhém čtvrtletí. Z měsíčních dat to však vypadá na další dobré čtvrtletí, byť ne až tak dobré, jako bylo čtvrtletí první (+1,5 % q/q).

Průmyslová produkce přidala po solidním dubnovém a květnovém sezonně očištěném růstu (6,4 % r/r, resp. 5 % r/r) v červnu jenom 2,7 % r/r, „konečně“ se tak začala aspoň trochu vyvíjet v souladu s tím, co jí již delší dobu věštil PMI. Index nákupních manažerů je totiž již devět měsíců (včetně července, kdy klesl na 47,4, což je jeho nejslabší hodnota od dubna 2013) pod hranici, která obvykle odděluje expanzi od kontrakce, tj. pod hranici 50 bodů. V červnu dosáhl 48,4 bodu, a šlo tak očekávat, že produkce zpomalí, byť s ohledem na to, že v minulých měsících skutečná produkce index nákupních manažerů moc nenásledovala, to nebylo očekávání nikterak silné.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Maloobchodní tržby i koncem druhého čtvrtletí letošního roku zaznamenaly další dobrý výsledek. Poté, co v dubnu přidaly v reálném vyjádření 11,9 % r/r, což bylo tempo nejrychlejší od února 2012, přidaly v květnu 5,6 % a v červnu 3,7 %. I ve druhém čtvrtletí tak poptávka domácností růstu ekonomiky jistě solidně pomáhala. Není se ale příliš čemu divit – fundamenty podporující poptávku domácností jsou nadále velmi dobré. **Mzdy rostou velmi dobře** (v dubnu nominálně +7,1 % r/r, v květnu +7,7 % r/r, v červnu 5,3 %) a velmi dobrý je i trh práce. Sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti** v červnu zůstala poblíž (5,6 %) historického minima (5,5 %), bez sezonního očištění klesla dokonce na nové historické minimum na úrovni 5,3 %. Ani do následujících měsíců tak není vidět důvod, proč by poptávka domácností neměla být růstu oporou.

Inflace pokračovala v červnu i v červenci v akceleraci. Zatímco ještě v lednu letošního roku byla jen 0,7 %, v červnu již (dle finálních dat) dosáhla 2,6 % a podobný vývoj byl i u její jádrové složky: z 0,6 % v prosinci 2018 přidala jádrová inflace v červnu již 1,9 %. Předběžná červencová data ukázala, že jádrová inflace nejspíš dále vzrostla i počátkem třetího čtvrtletí – celková inflace totiž dále akcelerovala z červnových 2,6 % na 2,9 % a i když to bylo hlavně kvůli akcelerujícím cenám potravin (+6,8 % r/r), očekáváme, že o desetinu procentního bodu oproti červnu vzrostla i (zatím nezveřejněná) jádrová inflace.

Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém červencovém zasedání navzdory inflačnímu vývoji ponechal dle očekávání hlavní sazbu beze změny na 1,5 %, tj. na úrovni, na které se nachází od března 2015. A to i navzdory tomu, že nová prognóza posunula trajektorii inflace i růstu nahoru. Guvernér Glapiński očekává, že inflace dosáhne svého vrcholu počátkem roku 2020 a poté začne sama klesat, čímž odůvodňuje, že není potřeba panikařit a sazby mohou zůstat beze změny. Dle guvernéra by neměnnost sazeb měla trvat až do konce (!) roku 2021 (!).

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika stále jede, táhne ji domácí poptávka i překvapivě imunní průmysl.

Měsíční data zveřejněná během července definitivně potvrdila, že i maďarská ekonomika, podobně jako ta polská, ve druhém čtvrtletí rostla silně, byť jistě ne tempem z prvního čtvrtletí.

Maloobchodní tržby přidaly po dubnovém růstu o 7,1 % r/r a květnovém růstu o 2,6 % v červnu 5,2 %, za celé druhé čtvrtletí tak rostly zhruba stejně jako ve čtvrtletí prvním. Průmyslová produkce po dubnovém růstu o 6,1 % r/r (po očištění o sezonnost, reálně) přidala v květnu 6 % r/r (červnová data budou zveřejněna až po uzávěrce tohoto materiálu, 7. srpna); v posledních třech měsících vzrostla maďarská průmyslová produkce kumulativně o 1 %, což je velmi dobrý výsledek. Není to ale tak překvapivé, protože PMI se ve druhém čtvrtletí setrvalo držel daleko nad hranicí 50 bodů: v dubnu dosáhl 54,9, v květnu dokonce 57,9 (!) a v červnu 54,4. V červenci sice poklesl, ale stále zůstal v růstovém teritoriu (51,3 bodu). Vývoj maďarského indexu PMI tak je nadále zcela odlišný od vývoje indexu nákupních manažerů v ČR nebo v Polsku.

Trh práce je stále ve výborném stavu. Nezaměstnanost ve druhém čtvrtletí dosáhla nového historického minima (3,4 %) a trh práce tak nadále zůstává výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna letošního roku) se pak odráží v setrvalém vysokém meziročním růstu mezd. Růst mezd se totiž v květnu po dubnovém lehkém „zakolísání“ (+9 % r/r) vrátil nad 10 %, když jeho meziroční tempo dosáhlo 11,2 %.

Celková inflace v červnu 2019 (červencová data budou až 8. srpna) dle finálních dat zpomalila, když oproti květnu klesla o půl procentního bodu na 3,4 %. Zpomalila i inflace jádrová, ale její červnová hodnota (3,3 %) je nadále výrazně vyšší než před rokem (2,1 %). Růst jádrové inflace v posledním půlroce (v říjnu byla na 2,6 %) je skutečně rychlý a je jasné, že centrální banka tento vývoj zaspala.

Centrální banka však na inflační vývoj nijak nereagovala a nereaguje. Na svém zasedání 23. července ponechala svůj měnověpolitický postoj zcela beze změny. Ve svém stanovisku po zasedání zopakovala, že maďarská ekonomika se vyvíjí „duálně“, kdy se vlivem domácího prostředí přehřívá, vlivem prostředí vnějšího se však ochlazuje. Centrální banka rovněž přivítala červnový pokles inflace a zopakovala své očekávání, že do konce roku inflace zůstane nad 3 %. Protože však zahraniční centrální banky budou nejspíš svou politiku uvolňovat (Fed už tak učinil, ECB se k tomu nejspíš chystá), může dle slov guvernéra setrvat maďarská centrální banka i nadále v akomodativním měnověpolitickém postoji.

ROPA

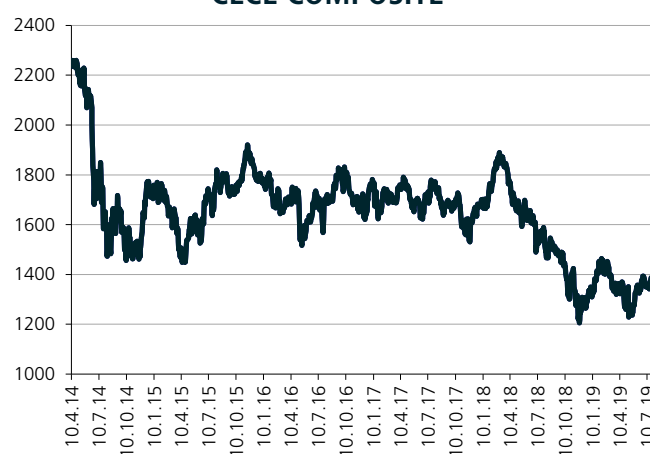
Ropa (Brent) se během července obchodovala bez výraznějších pohybů, celý měsíc setrvala v úzkém pásmu 58 ±2 dolary/barel.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI EMERGING MARKETS

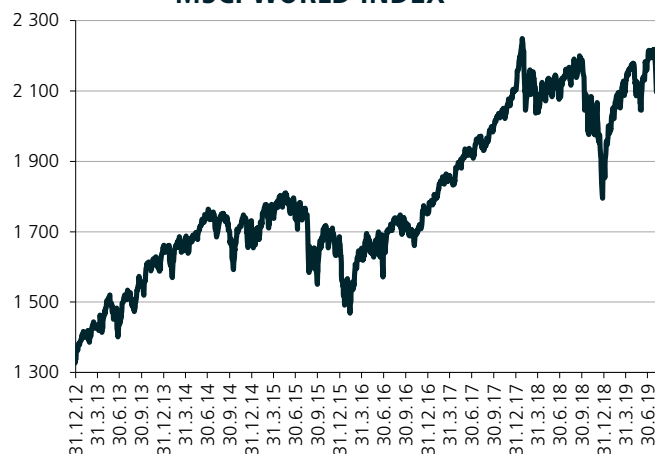


CECE COMPOSITE



Hlavní akciové trhy si připsaly mírné zisky, když reflektovaly stále neukončenou ságu obchodních válek a zároveň pro akcie pozitivní uvolnění měnověpolitické výhledy předních centrálních bank. Americká centrální banka Fed (index S&P 500 +1,3 %) zasedala 31. července a v souladu s očekáváním investorů snížila základní úrokovou sazbu o 0,25 procentního bodu na cílové pásmo 2,00 až 2,25 %. Fed své rozhodnutí zdůvodnil známými faktory jako mírně slabší inflace, mírně zpomalující americká ekonomika, a především globální nejistoty, zejména v podobě obchodní války s Čínou. Zahájená výsledková sezona opět výrazně nepřekvapovala, horší výsledky vykázaly investiční banky, naopak lepšími čísly se chlubil sektor zdravotnictví. V Evropě (index DJ STOXX 600 +0,2 %) se většina investorů domnívá, že ke snížení úrokových sazeb ECB by mohlo dojít už na příštím zasedání v září. Strašákem však nadále zůstává nedořešený brexit a obchodní války, což akciím evropských společností brání v dosažení vyšších zisků.

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

Výkonnost středoevropských trhů byla odrazem dění ve světě. Polské akcie (index WIG30 -2,8 %) kopírovaly vývoj rozvíjejících se trhů a umocněno zásahem v oblasti bankovních půjček denominovaných ve švýcarských francích ztrácely. Naopak pozitivně na růst rafinérských marží reagovaly akcie z ropného průmyslu, společnosti PKN Orlen a Lotos. V plusu skončila většina akcií obchodovaných na pražské burze (index PX +1,4 %). Přes 11 % si připsaly akcie mediální skupiny CME, reagující na dobré čtvrtletní hospodářské výsledky a na spekulace o možných akvizičních zájemcích. Vysoký zájem přetrvával ohledně rumunských akcií (index BET +4,4 %), jež jsou oproti ostatním trhům z regionu stále zajímavě oceněny.

Akcie na rozvíjejících se trzích skončily v souhrnu letos meziměsíčně podruhé ve ztrátě, index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,69 %. V prvním prázdninovém měsíci jsme si od tématu obchodních válek vcelku odpočali, trhy tak reagovaly většinou na události lokálního charakteru. Akcie v Indii (-4,86 %) zažily nejhorší červenec za 17 let a korigovaly předchozí povolební zisky. Investoři reagovali na horší makroekonomická data ukazující na zpomalení ekonomiky. Podobné důvody stojí i za ztrátami v Mexiku (-5,32 %). Do cen korejských akcií (-5 %) se promítlo zhoršení obchodních vztahů s Japonskem, což je pro silně exportně orientovanou ekonomiku velká rána. Akcie v HongKongu při narůstajících občanských nepokojích poklesly o 2,68 %. Na ostatních významnějších trzích se obchodovalo v relativním klidu, například čínské akcie zakončily měsíc se ziskem 0,26 %, v Brazílii pak přidaly 0,84 % (vše v lokálních měnách).

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Poté, co během května a června americké výnosy státních dluhopisů poklesly, setrvaly v červenci poměrně bez pohybu, což v případě desetiletých výnosů znamená, že zůstaly lehce nad hranicí dvou procent. Až po holubičím zasedání Fedu, na kterém došlo k prvnímu snížení sazeb za deset let, zamířily v samém závěru července dolů. Desetileté výnosy se tak dostaly až na dohled 1,8 %, což je jejich nejnižší hodnota od listopadu 2016.

V eurozóně byl vývoj odlišný v první a ve druhé polovině července. V první polovině měsíce (německé desetileté) výnosy korigovaly červnové poklesy, z hodnot kolem -40 b. bodů se dostaly „až“ na -20 bodů. Ve druhé polovině měsíce, po zasedání ECB a Fedu, se však výnosy zhroutily a koncem měsíce se desetiletý výnos dostal na nové minimum na úrovni -50 b. b. Na krátkém konci se dvouleté výnosy mírně dostaly až na -80 b. b.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu byl v červenci, stejně jako v červnu, v eurozóně i v USA pozitivní. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru cenově rostly, a to o 0,2 %, respektive 0,7 % (total return index). V případě dolarových instrumentů u investičního stupně cenově narostly o 0,5 %, u spekulativního o 0,6 %. U kreditních premií korporátních dluhopisů denominovaných v euru nebyl červencový vývoj tak jednoznačný – dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly premie dluhopisů investičního stupně o skoro 5 %, u spekulativního stupně naopak o skoro 8 % vzrostly. Vývoj spekulativních CDS premií byl pro nás překvapením, výhled uvolnění měnové politiky obou velkých centrálních bank měl být pro ně totiž dle nás pozitivní.

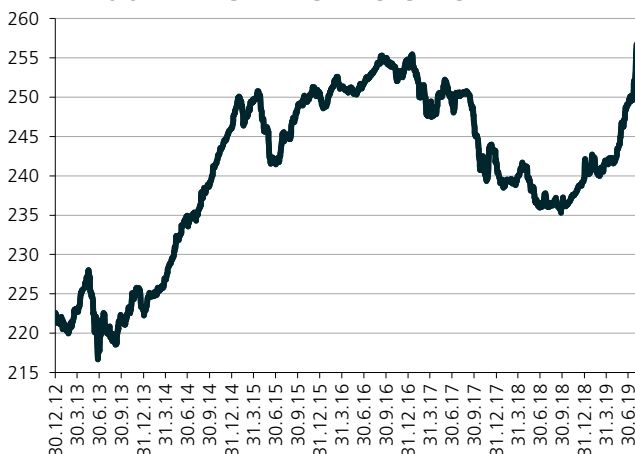
ČR

Vývoj na české výnosové křivce v červenci reflektoval, jak je již několik měsíců opět zvykem, událostí v zahraničí (Fed a ECB). Výnosy dlouhých dluhopisů dále klesaly, a to na desetileté splatnosti z úrovně 1,5 % na konci června až pod 1,2 % na konci července (což je nejnižší od podzimu 2017). Na dvouleté splatnosti se výnosy dostaly až na dohled jednoho procenta, nejnižší za rok. To bylo samozřejmě umocněno i rétorikou bankovní rady ČNB, ve které už nezbyl ani náznak toho, že by mělo dojít k dalšímu růstu sazeb. Došlo také k dalšímu, námi delší dobu očekávanému poklesu spreadu k německým dluhopisům, a to na 160 b. b. na desetileté splatnosti.

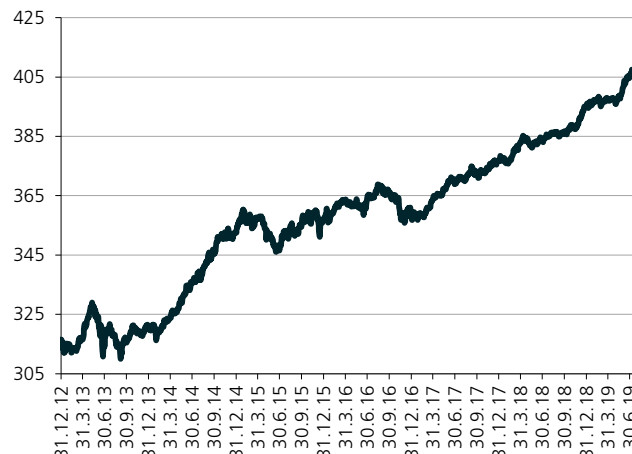
POLSKO

U polských výnosů došlo, shodně s vývojem v Německu, rovněž k poklesu výnosů. Na krátkém konci se sice moc nestalo, a to proto, že polská centrální banka se navzdory rychle rostoucí poptávkové inflaci vehementně drží neměnného výhledu sazeb (dvouleté výnosy se snížily jen o 0,05 p. b. na 1,55 %). Na dlouhém konci však došlo k dalšímu poklesu, podobně jako v červnu, o čtvrt procentního bodu. Desetileté výnosy se tak dostaly na 2,2 %, což je jejich nejnižší hodnota od jara roku 2015.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO

Vývoj v Turecku byl v červenci velmi pozitivní. Začátek měsíce potvrdil pokračování dezinflačního trendu, když se meziroční inflace posunula o 300 bps níže na 15,7 %. Stejně tak se nadále relativně pozitivně vyvíjela i statistika běžného účtu. To dále uvolňovalo ruce centrální bance a otevíralo prostor pro možné snížení sazeb. Očekávaný pozitivní vývoj inflace, rostoucí pravděpodobnost uvolnění měnové politiky a historicky jedny z nejnižších pozic zahraničních investorů tak tlačily ceny dluhopisů na vyšší úroveň. Ani překvapivé odvolání guvernéra centrální banky (ohrožující už tak velmi křehký dojem nezávislosti bankovní rady) a následné, nad očekávání silné, snížení sazeb (o 425 bps) na tom překvapivě nic nezměnily. Měnověpolitická pirueta amerického Fedu a evropské ECB podporovala pozitivní tržní sentiment a turecký trh tak po delší době zaznamenal příliv zahraničních investorů. Měnový kurz posílil o 6 %, stejně přidal i index státních dluhopisů.

V pozitivním vývoji pokračovaly i ukrajinské státní dluhopisy a hřívna.

MĚNY

Během července dolar vůči euru posiloval, koncem měsíce se dostal až na hranici 1,11. Je sice pravda, že americká centrální banka snížila sazby a naznačila, že to nemusí být snížení poslední, trh si ale evidentně více všímal holubičí nálady ve Frankfurtu. Evropská centrální banka totiž na svém zasedání vyslala jasné signály, že také ona uvolní letos politiku a že to může být i formou znovunastartování odkupu aktiv.

Kurz české koruny proti euru během července dle očekávání opět oslaboval. Poté, co se koncem června dostal až na hranici 25,40, což byla jeho nejsilnější hodnota od září minulého roku, se koncem července a počátkem srpna (tj., v očekávání zasedání ČNB a pak po něm) koruna vrátila na 25,80. Svou roli samozřejmě sehrála i ČNB, která v podstatě vyloučila další růst sazeb a naopak naznačila, že sazby zůstanou nyní dlouho beze změny (a, pokud se pohnou, pak nejspíš dolů), primárně se však jednalo o regionální výprodej.

U polského zlotého totiž také došlo k oslabení, a to až na dohled hranice 4,30, tj. na nejslabší hodnotu od konce května letošního roku, a podobně, až k hranici 327 forintů za euro, oslabila během července, zejména pak na jeho konci, také maďarská měna.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů.

Zprvé vývojem nastavení měnové politiky v Eurozóně a v ČR. Vliv eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst výnosů musí přijít zvenčí. Po červnovém zasedání ECB narostlo riziko, že se měnová politika neutáhne, nýbrž uvolní, po červencovém zasedání se toto riziko již blíží jistotě. To samozřejmě na neurčito odkládá růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. ČNB také v podstatě vyloučila další růst sazeb, a pokud se někdy sazby pohnou, tak dolů. Jinými slovy, české výnosy budou nejpravděpodobněji dále klesat, na desetileté splatnosti se lehce můžou dostat i hlouběji pod procento.

Druhým faktorem nicméně je, jako po celý minulý rok, situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající silná překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem prvního pololetí drželi nerezidenti 38,4 % všech a 42,3 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie. To aktuálně zvyšuje poměr podstupovaného rizika při dosažitelném výnosu.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská inflace dále roste a polské ekonomice se stále daří, absence byť jen stopových prvků „jestřábosti“ u centrální banky a uvolňování měnové politiky v eurozóně však ukazují i v případě polských výnosů jen jedním směrem. A to směrem dolů.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Pokles ostře sledované vysoké turecké inflace pokračoval i v červenci (i nadále o něco rychleji, než odhadoval tržní konsenzus), a především díky vysoké srovnávací základně a probíhající ekonomické kontrakci by měl v druhé polovině roku pokračovat. Reálné měnověpolitické úrokové sazby se po snížení sazeb dostaly na relativně méně atraktivní úroveň (cca 4 %). Tato nižší atraktivita ve spojení se změnami na hlavních postech centrální banky je do budoucna relativně riziková. Nicméně pro nejbližší období bude pro turecká aktiva pozitivním faktorem relativní stabilizace hospodářské situace, opětovné otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a také geopolitické faktory. Zejména další vývoj vztahů s USA a Evropskou unií, které nyní nejsou v nijak ideálním stavu. V úhrnu zůstáváme na turecká aktiva pozitivní a věříme, že v druhé polovině roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

MĚNY

Vývoj kurzu eura proti dolaru poměrně dobře odpovídá našim představám z minulých vydání tohoto materiálu, a nevidíme proto důvod náš výhled měnit. Ačkoliv došlo v červenci k posílení dolaru k 1,11, myslíme si, že dolar ve zbytku druhé poloviny roku oslabí a že se kurz vrátí do pásma 1,13–1,15. Vede nás k tomu očekávání, že Fed, evidentně veden jinými než inflačními a makroekonomickými důvody, sníží sazby dále, zatímco ECB sice asi také přikročí k uvolnění, ale, pokud nedojde k výraznějšímu ochlazení ekonomiky, jenom k uvolnění opatrnému, možná jen slovnímu (třeba skrze prodloužení tzv. forward guidance).

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že koruna to s posílením k hranici 25 korun za euro, respektive pod tuto hranici – což je to, co již léta od ní čeká ČNB – nebude mít nijak jednoduché. Jejím výraznějšímu posílení bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím patrnější, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozů a zpomalováním průmyslu. Nakonec, letos a v dalším roce nebude již ČNB koruně oporou, jako v minulosti. Naš výhled tak je následující: koruna setrvale a po většinu letošního roku ztlačně nad 25 korunami za euro, 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 nadále očekáváme posílení. Vyšší inflace by mohla (měla) nakonec přece rozvázat centrální bance ruce (anebo alespoň ústa), což by zlotý podpořilo. I bez slibu utažení politiky by však stávající úrokový diferenciál a solidní makro měly trhy přesvědčit, že současné hodnoty kolem 4,30 jsou stále příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20; pokud by se přidaly i indikace centrální banky na utažení politiky a opadnutí světového napětí (obchodní válka, brexit), pak bychom mohli vidět i hodnoty pod 4,10.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Problémem zůstává, že maďarská centrální banka nechce o utažení politiky slyšet, což v očích (devizových) trhů vyvolává obavy, že inflaci nezvládne a že se jí tato vymkne z kontroly. Pokud by došlo k příslibu zprůsnění domácí měnové politiky, mohl by forint posílit směrem ke 300. Pokud se tak nestane, zůstane nejspíš nad 320.

AKCIOVÝ TRH

Červencová výkonnost akciových trhů mnoho nenaznačila a investoři tak budou i v následujících měsících sledovat rétoriku předních centrálních bank, která bude hlavní hybnou silou pro akciové trhy i v následujícím období. Vedle kroků centrálních bank budou akciové trhy sledovat vývoj globální ekonomiky a stále také rizika pro mezinárodní obchod. Na akciové trhy tak nyní máme souhrnně neutrální pohled. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází mírně pod historickými maximy a v současné době budou obtížné hledat důvody pro jejich další výrazný růst. Mírně pozitivním stimulem by mohly být blížící se prezidentské volby, akcelerace hospodářského růstu nebo uvolněná měnová politika centrální banky. **Pozitivní jsme ohledně hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a z konvergence k vyspělým ekonomikám.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

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.

Ohledně mnoha akcií ze středoevropského regionu jsme pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní ohledně akcií producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech, ohledně akciového titulu AVAST a rychle se oddlužujícího majitele televize Nova, mediální skupiny CETV. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále spekuluje. Stejný problém sektorových daní může dopadnout také na pojišťovny nebo telekomy. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní ohledně akcií výrobce strun do 3D tiskáren Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo oděvní skupina Vistula. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií sítě zdravotnických zařízení MedLife a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol 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 nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na základě údajů v tomto dokumentu uvedených a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

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