CONSEQ™
JIŽ OD 1994

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Září 2015

Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	- 2,64 %	USA	1,15 %	EUR/USD	- 0,30 %	Ropa Brent	- 10,67 %
Evropa – DJ Stoxx 600	- 4,14 %	Evropa	1,43 %	CZK/USD	- 0,85 %	Zemní plyn	- 6,14 %
Japonsko – Nikkei 225	- 7,95 %	ČR	1,62 %	CZK/EUR	- 0,54 %	Koks. uhlí	- 0,64 %
MSCI Emer. Markets	- 3,26 %	Polsko	0,63 %	PLN/EUR	- 0,35 %	Sil. elektřina	- 4,03 %
ČR – PX	- 5,17 %	Maďarsko	1,57 %	HUF/EUR	0,03 %	Zlato	- 1,46 %
Polsko – WIG30	- 2,84 %	Turecko	- 1,96 %	TRY/EUR	- 3,38 %	Stříbro	- 0,40 %
Maďarsko – BUX	- 2,35 %					Měď	0,62 %

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Evropská data byla i v září – podobně jako v minulých měsících – nudná. Jedinou událostí, která mírně překvapila, bylo zasedání ECB.

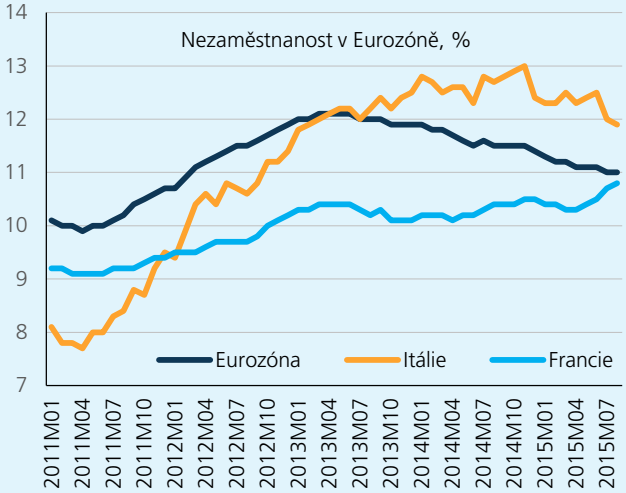
Růst evropské ekonomiky ve 2. čtvrtletí (2Q15) byl potvrzen na 0,3% q/q (1,5% r/r); nejlépe si vedlo Španělsko (+1% q/q), nejhůř Francie (stagnace). Hlavním faktorem růstu byla poptávka domácností, jejíž příspěvek k růstu je už na předkrizových úrovních (a těžko tak čekat další urychlení), a investice. Pozitivně k růstu přispěl (díky Německu) i čistý export, v dalších čtvrtletích však vzhledem ke zpomalující Číně podobný výsledek nezopakuje (v srpnu už výrazně zpomalily zahraniční objednávky ze zemí mimo EMU).

I pravidelná měsíční data potvrzují, že ekonomika i zkraje 3Q15 rostla podobným tempem jako ve 2Q15. Nezaměstnanost v červenci poprvé od února 2012 klesla (díky Itálii) na 11%, její pokles je však velmi, velmi pozvolný (za dva roky klesla míra nezaměstnanosti o 1 p.b., ve Francii se dokonce nezměnila); v září se na této hranici kvůli dalšímu růstu ve Francii udržela. Podobně jako v každém měsíci letošního roku i v září klesla (mírně a z vysokých úrovní) důvěra domácností. Maloobchodní tržby za červenec tak nepřekvapivě přidaly jenom 0,4%, což zvedlo průměrné tempo za květen-červenec na 0,1% m/m.

Průmyslová produkce vzrostla v červenci o 0,6% m/m, zpracovatelský průmysl o 0,4% m/m, to však pouze vymazalo poklesy v červnu. Meziroční růst o necelá dvě procenta, navíc výrazně ovlivněn více než 5% růstem španělského průmyslu, je vzhledem k euru, ropě a podpoře ECB velmi slabý výsledek. Jak už bylo naznačeno nahoře, výrazně klesly německé zahraniční objednávky ze zemí mimo EMU, což předznamenává slabý růst v dalších měsících.

Předstihové indikátory také potvrzují, že růst neurychluje ani nezpomaluje, a že od průmyslu impuls pro urychlení růstu těžko čekat – PMI se drží kolem 54 bodů (3. čtvrtletí bylo, byť těsně, z pohledu PMI nejlepší čtvrtletí za 4 roky), zpracovatelská komponenta se zhoršila na 5-měsíční minimum. Německý index IFO se proti srpnu v září také v podstatě nezměnil – zlepšila si sice očekávání, ale nikoliv kvůli zpracovatelskému průmyslu, ale kvůli obchodu a stavebnictví.

NEZAMĚSTNANOST V EMU
jen velmi pomalý pokles



Ani inflační obrázek se nemění k lepšímu. V září se inflace dle předběžných informací znovu ponořila do záporu – jádrová inflace sice zůstala na 0,9%, celková však byla díky prohloubení propadu cen energií (-8,9% r/r) po delší době znovu záporná (-0,1%).

Nepříznivý inflační vývoj (inflace je nyní na úrovni před začátkem programu odkupů dluhopisů a cílených dodávek likvidity, tzv. TLTRO, ze strany ECB) se odzrcadlil v zářiovém holubičím zasedání ECB. Draghi řekl, že ECB je připravena změnit „délku, složení, nebo trvání" programu odkupu aktiv, pokud se inflace nezačne zlepšovat. Nová prognóza ECB je navíc proti minulé inflačně níže, a – aby toho nebylo málo – data, která dorazila po její uzávěrce (tj. Čína), jsou jejím proti-inflačním rizikem. Pravděpodobnost úpravy programu odkupu aktiv tak v září podstatně vzrostla, ačkoliv je v podstatě jasné, že příliš nepomůže (nejenom, že výnosy jsou stále velmi nízko, ale banky mají likvidity už tak jako tak dost, o čemž svědčí malý zájem o likviditu v páté aukci TLTRO konané koncem září).

USA

Data z reálné ekonomiky výrazně snižují pravděpodobnost letošního zvýšení sazeb. Problémem pro FED, jak přiznal na svém zářiovém zasedáním, je nejenom stále nízká inflace, ale (po srpnu) i nejistota kolem Číny či (v září a v srpnu) náhle zesláblý trh práce.

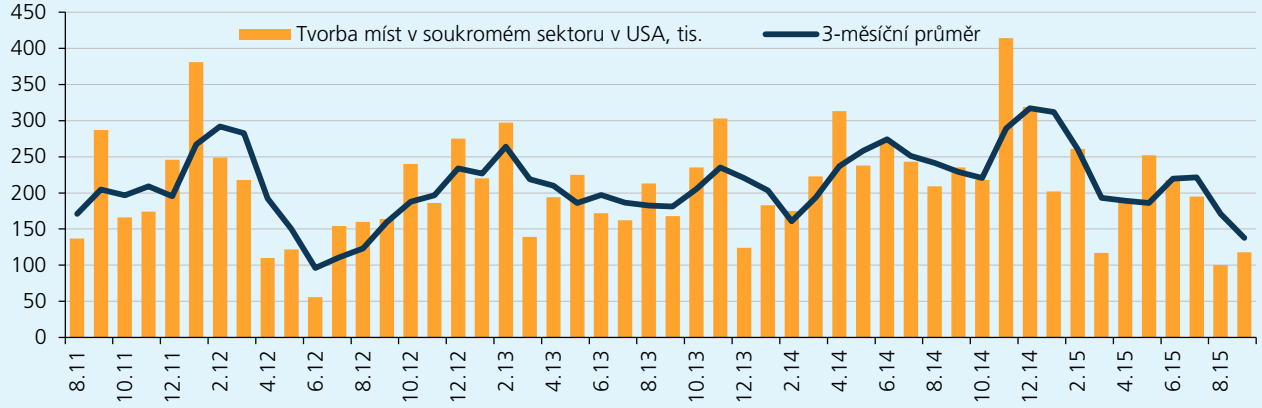
Finální revize růstu amerického HDP za 2Q15 přinesla mírnou změnu nahoru – z 3,7% na 4%. Nejpodstatnějším faktorem růstu i po revizi tradičně zůstala poptávka domácností, která ve 2. čtvrtletí k růstu přispěla (dle finálních dat) 2,4 p.b. a investice (+0,8 p.b.). Vzhledem k dolaru a síle domácí poptávky překvapil pozitivní příspěvek čistého exportu (+0,2 p.b.).

Další data zveřejněná během září byla sice slabší, ale jednalo se jenom o korekce předchozích silných čísel. **Průmysl** sice v srpnu klesl o 0,4%, ale za červen až srpen kumulativně přidal 0,7%, což je za dlouhou dobu nejlepší výsledek. **Maloobchod** (bez aut) stagnoval, tato stagnace však přišla po silném růstu v předchozích 3 měsících. Největším zklamáním však byla jak finální srpnová data o tvorbě pracovních míst v soukromém sektoru (revidována na 100 tis.), tak data za září (pouze 118 tis.).

Pro FED tak určitá slabost trhu práce do určité míry komplikuje jeho snahu o normalizaci měnové politiky. I když FED opakuje, že je přesvědčen, že se inflace vrátí k 2%, skutečnost je taková, že jádrový PCE index (preferovaný inflační ukazatel FEDu) se v červenci meziročně zvýšil jenom o 1,2%, což je jeho nejnižší tempo růstu od dubna 2011. Ani v srpnu nebyla situace o moc lepší – jádrová inflace se pouze vrátila na 1,3%. Navíc, jak jsme zmínili, trh práce má za sebou dva nedobré měsíce, což může sice být přechodná slabost, ovšem také nemusí.

Protože navíc vedení Fedu vystrašila Čína, která během srpna nechala svou měnu oslabit a jejíž turbulentní akciové trhy vedly v srpnu k výprodejům i na vyspělých trzích, nedošlo ani v září ke zvýšení sazeb, které ještě počátkem léta trh pokládal za hotovou věc. Dle vyjádření představitelů FEDu letos zvýšení sazeb většina z nich očekává, to však kontrastuje s váhou, jakou zápis ze září přikládal „globální ekonomice" (čti „Číně", od které do konce roku těžko čekat zlepšení), a také se slabšími daty z trhu práce.

TRH PRÁCE - data za srpen i září zklamala



CEE3

Česká data jsou stále velmi dobrá, podobně jako v USA však nepřinášejí inflaci.

Růst HDP ve 2Q15 dle finálních dat dosáhl 1,1% q/q, meziročně ekonomika rostla o 4,6% (!). Hlavním přispěvatelem k mezičtvrtletnímu růstu byly fixní investice, které stouply nejrychleji (o skoro 5% q/q) od konce roku 2006. Výrazně totiž vzrostly investice do infrastruktury, kterým pomáhá letošní příliv peněz z EU fondů. Poptávka domácností naopak po posledním čtvrtletí minulého a prvním čtvrtletí letošního roku zpomalila (patrný vyprchávající efekt levné ropy), stále však roste velmi solidně.

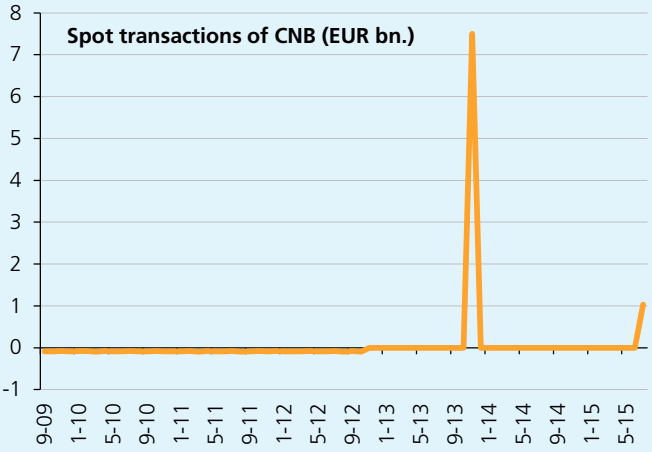
Maloobchod vzrostl v červenci o 6,7% r/r (po očištění o rozdílný počet pracovních dní), a i když důvěra domácností i v září (podobně jako v minulých měsících letošního roku) poklesla, stále se nachází na úrovních konzistentních s růstem kolem 8 - 10%. Vzhledem k nízké inflaci a nízké nezaměstnanosti vidíme důvody pro pokračování silného růstu poptávky domácností i v dalším období.

Průmyslová produkce v červenci opět silně vzrostla (7,2% r/r), což odpovídá 4 ¼ -letému maximu indexu PMI dosaženému v červenci (57). Průmysl tak silně diverguje od svého německého protějšku (+0,5% r/r), hlavním důvodem je domácí silná investiční aktivita. V srpnu i v září PMI o něco klesl (56,6 resp. 55,5), stále je ale velmi vysoko - ve druhé polovině roku tak průmysl roste dále, v příštím roce však zpomalí s tím, jak zeslábne domácí infrastrukturní investiční impuls.

Inflace v srpnu znovu m/m poklesla, po červencovém poklesu o 0,1% tentokrát o 0,2%, znovu však primárně díky cenám potravin. Meziročně se tak celková inflace znovu vrátila na dohled 0% (0,3%), měnově-politická inflace už v podstatě na nule je (0,1% r/r); to je úroveň, na které byla v říjnu 2013, tedy před zahájením devizových intervencí. Poptávková složka je stabilizována na 1,1%. Žádné inflační tlaky nejsou k pozorování ani u výrobních nebo dovozních cen.

Když uvážíme, že koruna se během první poloviny měsíce držela na hranici 27 korun a že ČNB musela, podobně jako v červenci a v srpnu, intervenovat, nepřekvapuje, že zářiové zasedání ČNB bylo holubičí. ČNB shledala rizika její srpnové predikce jako proti-inflační, a je tak možné, že v listopadu, kdy bude představena další prognóza, dojde k dalšímu odsunu exitu z intervenčního režimu. Guvernér Singer řekl, že se o tom už diskutovalo, podobně jako o negativních sazbách (které však jako odpověď na posílení koruny nedávají smysl vzhledem k tomu, že za spekulacemi stojí primárně zahraniční hráči).

ČNB
Po skoro dvou letech znovu devizové intervence proti koruně



Polská ekonomika poté, co dle finálních dat ve druhém čtvrtletí rostla podobným tempem jako česká (+0,9% q/q), v září zklamala. Maloobchodní tržby vzrostly pouze o 2% r/r (reálně), průmysl přidal 5,3% r/r, domníváme se však, že se nejedná o nic vážného. Maloobchod je nejspíš negativně ovlivňován zmírňující se deflací - nominální růst mezd je totiž stále kolem 3%, deflace se však od začátku roku zmírnila o zhruba 1 p.b. Průmyslová produkce byla zřejmě ovlivněna výpadky elektrické energie v srpnu (kvůli horku), podobně jako index PMI, který se zhoršil na nejnižší úroveň za 11 měsíců (51,1).

Inflace **zůstala i v srpnu záporná, i když překvapila směrem nahoru (-0,6%), první odhad za září však ukazuje znovu na prohloubení deflace (-0,8%).** Viníkem je podobně jako jinde v regionu cena ropy.

Zasedání centrální banky nepřineslo žádnou změnu (sazby zůstaly na 1,5%) a zůstal v platnosti také slib nic s nimi delší dobu nedělat. Dle polské centrální banky je důvod k obavám o Číně a ekonomika je a delší dobu zůstane vzhledem k negativní mezeře výstupu proti-inflační.

V Maďarsku ukázala v září zveřejněná data pokračující silnou poptávku domácností a zpomalující průmysl. Finální data za růst HDP se od prvního odhadu nelišila (2,7% r/r), ve struktuře byla nejvýraznějším pozitivním faktorem poptávka domácností i firem, dobře se vedlo i čistému exportu. Negativním faktorem růstu byly - s nejnižším příspěvkem od poloviny roku 2012 - zásoby; to může být do dalších čtvrtletí pozitivum. Poptávka domácností si vedla dobře i počátkem 3Q15, alespoň soudě z dat za maloobchod (+7% r/r). Naproti tomu u průmyslové produkce je evidentní ztráta dynamiky – v červenci vzrostla o 3,4% r/r, což je nejpomalejší růst za 9 měsíců. To ovšem vzhledem k vývoji v Německu dává smysl (v Maďarsku není letos investiční boom jako v ČR, což se mimo jiného projevuje i horším – byť stále „maastrichtském" – pokladničním plnění rozpočtu).

Září 2015

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Maďarská inflace v srpnu proti červenci poklesla o 0,4 p.b. na 0% r/r, klesla (na 1%) i jádrová inflace. Nepřekvapí tak, že centrální banka ponechala v září sazby na 1,35% a že komentář po zasedání byl holubičí – MNB ve srovnání s minulým zasedáním vidí větší riziko, že inflace bude podstřelovat cíl, sazby tedy zůstanou nízko velmi dlouhou dobu. V prosinci, s novou prognózou, je pravděpodobné posunutí výhledu neměnných sazeb až do roku 2017. Maďarská centrální banka nevyloučila další snížení sazeb, ale dle nás se tak stane pouze při významném poklesu inflace, měnově-politický postoj se však bude nejspíš snažit uvolnit jinak (např. skrze limit akceptace 2-týdenních úložek poté, co je od zářiového zasedání klíčovou sazbou 3-měsíční depozitní sazba).

Ropa

Poté, co v srpnu pod vlivem čínských turbulencí spadla ropa (WTI) pod 40 dolarů za barel, aby k jeho konci vystřelila nad 50, se ropa počátkem září vrátila k 45 dolarům za barel a po zbytek měsíce se pohybovala těsně nad touto hranicí.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index

MSCI Emerging Markets

Panika na čínském akciovém trhu a zprávy o zpomalující čínské ekonomice zpustily v srpnu výprodej čínských akciových trhů, který se rychle přelil i do Evropy a USA (o dalších rozvíjejících se trzích, které jsou pod tlakem už delší dobu, nemluvě). Tento vývoj pokračoval pak i v září – index S&P 500 po 6,3% poklesu v srpnu propadl v září o dalších 2,6%, a to i navzdory tomu, že FED nakonec sazby nezvýšil. Stabilitu sazeb / holubičí vyjádření FEDu si totiž trh vyložil jako obavu americké centrální banky ze zpomalování globálního růstu a podle toho zareagoval.

Podobná situace byla i v Evropě, kde navíc na burzy, zejména na německou, dolehl skandál kolem emisí naftových motorů VW – německý index DAX pod tímto tlakem odmazal po srpnové ztrátě přes 9% během září dalších 5,8%.

CECE Composite

Akciím obchodovaným na burzách v rozvíjejících zemích se dařilo podobně jako jinde. Nejvíce ztrácely čínské a ruské trhy. Index šenčenské burzy CSI odepsal 4,9 procenta. Naopak nejmenší ztrátu z významnějších trhů zaznamenaly indické akcie, když lokální index odepsal 0,5 procenta po snížení úrokové sazby centrální bankou.

Regionální burzy tento vývoj kopírovaly – maďarská ubrala 2,4%, polská burza klesla o 4,5%, česká zaznamenala nejvyšší ztrátu v roce 2015 (5,2%). Výkonnostně nejhorším titulem v Praze byly akcie pojišťovny Vienna Insurance Group, které klesaly z důvodu obav z nízkých úrokových sazeb a tedy nízkých výnosů rezerv. Po výrazných růstech došlo k téměř 9% korekci u společnosti O2. Také akcie výrobce netkaných textilií se po zařazení do prestižního indexu MSCI Emerging markets dočkaly menší korekce (-6,6%). V plusu skončily akcie skupiny pivovarů Lobkowicz (4,7%), u něhož došlo k změně akcionářské struktur a je očekávána povinná nabídka na odkup akcií od minoritních akcionářů. Maďarský index BUX byl tažen dolů především akciemi ropné společnosti MOL (-11,8%), která snížila odhad svých ropných rezerv v Kurdistánu, jímž investoři připisovali vysokou hodnotu. Na polskou burzu dolehl tlak blížících se voleb, kdy nejvíce ztrácely akcie, u nichž je riziko zavedení sektorových daní. Mezi ně můžeme zařadit například akcie utilit PGE (-13,7%) a Energa (-13,8%), bank Alior (-9,8%) nebo Bank Handlowy (-7,6) a retailového řetězce CCC (-4,1%).

DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Výnosy ve Spojených státech skokově narostly před zasedáním FEDu (10Y na 2,30%, 2-letý na 0,82%, tj. 4-leté maximum), **poté však – kvůli zklamání z nezvyšování sazeb – klesly lehce pod hodnoty z konce srpna.** Koncem září se tak 10-letý americký výnos pohyboval na 2%, zatímco 2-letý výnos skončil lehce nad 60 b.b. Německé výnosy kopírovaly americký vývoj – 10-letý výnos před zasedáním FEDu vyskočil až téměř na 80 b.b., pod vlivem zklamání z FEDU a pak vlivem holubičí ECB se desetiletka výnosově propadla zpět pod 60 b.b. na konci měsíce.

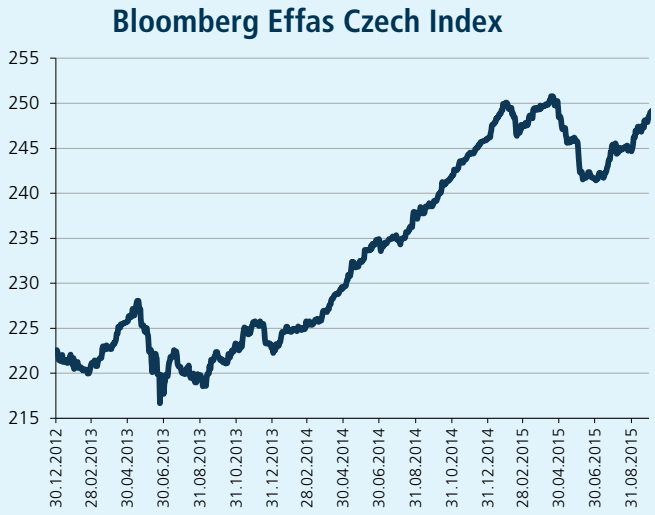
Firemní dluhopisy

Vývoj firemních dluhopisů byl napříč kreditními stupni v září velmi bouřlivý a ve výsledku přinesl nejhorší měsíční výsledek za poslední čtyři roky. Negativní efekt vysoké nabídky nových korporátních obligací na trhu umocnil emisní skandál automobilky Volkswagen a dramatický propad cen dluhopisů firmy Glencore (produkce nerostných surovin), jež tvrdě dopadla na dluhopisy ostatních emitentů v těchto sektorech a obecně zhoršila sentiment vůči celému kreditnímu trhu. Navíc, holubičí vystoupení FEDu si trh vysvětlil nikoliv jako příslib levných peněz po delší dobu ale jako obavu z globálního ekonomického vývoje v budoucnu. Kreditní marže se rozšiřovali napříč sektory, nicméně výrazně nejvíce v přímo dotčených segmentech (automobilový průmysl, těžba nerostných surovin), z regionálního pohledu se výrazněji nedařilo eurovým emitentům.

Na poli syntetických CDS kontraktů byl zářijový vývoj také volatilní v obou segmentech. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) vzrostl o výrazných 20 bodů. Neméně výrazný pohyb zaznamenal i index mapující kreditní marže evropských korporátních emitentů neinvestičního stupně, který stoupl o 54 bodů na úroveň 377 b.

Dluhopisový trh ČR

Ceny českých státních dluhopisů v září takřka bez přestávky rostly (jejich výnosy do splatnosti klesaly), zužovala se navíc jejich riziková prémie k německým dluhopisům. V září se tak desetileté výnosy dostaly až k 70 b.b., tj. prémie k německým Bundům byla jednociferná; koncem měsíce se výnosy dokonce dostaly těsně pod tuto hranici. Zužování prémie připisujeme velkému a (díky intervencím ČNB) rostoucímu přebytku likvidity v českém bankovním sektoru. Intervenční prodeje korun, jež zaplavovaly mezibankovní trh, se tlačily i na peněžní a dluhopisový trh. Požadované výnosy se tak v kratších splatnostech posunuly hlouběji do záporu, do mínusového teritoria se postupně dostaly dluhopisy se splatnostmi až do pěti let. Vysokým zájmem končily primární aukce – všechny aukce pokladničních poukázek se díky tomu v září prodaly za negativní výnos, nejníže pak za těžko uvěřitelných -0,55%. Výnosová křivka se posunula razantně dolů – o 20 až 50 bazických bodů. Největší pokles byl právě na zmíněných nejkratších splatnostech, nejméně pak v segmentu splatností 10 let. Index Bloomberg Effas CZ vlivem tohoto masivního pohybu vyskočil o 1,6% vzhůru.



Dluhopisový trh Polsko

Polské dluhopisy kopírovaly vývoj německých Bundů, v celkovém výsledku však částečně zaostaly. Negativní náhled globálních investorů vůči rozvíjejícím se trhům, jež vedl v letošním roce k rekordním odlivům investic z této třídy aktiv, dále, byť v menší míře, působil na polská aktiva, spolu s blížícími se parlamentními volbami (konec října; v preferencích bezpečně vede populistická stran Právo a spravedlnost). Výnosová křivka se v měsíčním účtování posunula dolů o 5 – 15 bps při snížení sklonu, nejvíce se tedy dařilo dlouhodobým dluhopisům.

Bloomberg Effas Poland

Dluhopisový trh Turecko

Pokračující politická nejistota (předčasné volby 1. listopadu, mírně rostoucí, ale stále nedostatečná podpora pro AKP), kvůli slabé liře (proti dolaru skoro 3,05) dále rostoucí inflace (v srpnu 7,1%), slábnoucí Čína a také kvůli státním svátkům nižší likvidita – to vše jsou důvody, proč během září výnosy dále vzrostly. Růst byl poměrně výrazný, výnosy na dvouletých dluhopisech na chvíli přehouply přes 11,5% (nejslabší úroveň od července 2009). Výnosová křivka se za celý měsíc posunula vzhůru o 60 – 90 bps, výnos do splatnosti desetiletého dluhopisu se dostal na úroveň 11%.

MĚNOVÉ TRHY

Euro se v září proti dolaru obchodovalo poměrně nezajímavě, většinu času se kurz pohyboval mezi 1,11 a 1,13, jen na chvíli (po zasedání FEDu) oslabil dolar skoro k 1,15.

Koruna se v první polovině měsíce držela na úrovni těsně nad 27 korun, ČNB byla nucena tuto hranici tvrdě bránit citelným navýšením objemu intervencí. Koruna ignorovala i vyjádření centrálních bankéřů (Singer, Lízal) v první polovině měsíce, že ČNB ze svého závazku jen tak neustoupí a že korunu bude slabou držet možná i déle, než doposud avizuje. Ve druhé polovině měsíce trh takticky ustoupil – rozvazování spekulativních sázek na prolomení hranice 27 pak poslalo korunu výrazněji přes 27,20.

Zlotý se po zasedání FEDu na chvíli vrátil pod 4,20, koncem měsíce však znovu oslabil až ke 4,25. Forint se v září pohyboval nezajímavě mezi 310 a 315. Celkově tak za září polská měna oslabila o 0,4%, zatímco HUF stagnoval.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Výhled z minulých měsíců neměníme – ve střednědobém výhledu čekáme růst výnosů, ovšem vzhledem k probíhajícím odkupům dluhopisů ze strany ECB a k nízké evropské inflaci (navíc, v případě poklesu inflace je možné, že nějakým způsobem, např. změnou tempa odkupů, nebo i zvýšením jejich objemů, ECB zareaguje) je pro nejbližší období spíše nereálné jejich výraznější odchýlení od nynějších ultra-nízkých (v případě krátkých a středních splatností citelně záporných) úrovní. Věříme však, že postupně k obratu trendu zavelí americký Fed započetím cyklu neutralizace výrazně uvolněné měnové politiky. Tržní očekávání zakomponovaná v cenách dluhopisů jsou takřka nulová a implikují minimální utahování měnové politiky, nejdříve od poloviny příštího roku. My se domníváme, že Fed bude postupně rostoucími inflačními tlaky přinucen utahovat měnově-politické podmínky rychleji a že se růst výnosů amerických Treasuries promítne i na obligačních trzích „bezrizikových" vládních dluhopisů na druhé straně Atlantiku. Domníváme se proto, že postupný růst výnosů dluhopisů středních a delších splatností čeká posléze i české dluhopisy, čemuž by určitě nemělo bránit postupující cyklické hospodářské oživení a postupný návrat inflace na či nad střednědobý inflační cíl ČNB (čemuž bude centrální banka pomáhat tím více, čím déle bude držet svůj současný závazek nepustit kurz koruny pod hranici 27 CZK/EUR).

Dluhopisový trh Polsko / Turecko

Ani pro polský dluhopisový trh se výhled nemění – ve střednědobém horizontu růst, ovšem až poté, co se do pohybu uvedou výnosy v EMU. I v Polsku je totiž utažení měnové politiky stále velmi vzdálené. Říjnové parlamentní volby jsou rizikem, ale přesto v hlavním scénáři nečekáme, že by mělo dojít k dramatickému zhoršení fiskální pozice, která je (díky růstu) v letošním roce výrazně lepší než v předchozích letech.

Nepříznivá souhra vnějších a vnitřních faktorů – nezlepšující se inflační výhled, vnímaný blížící se nástup normalizace měnové politiky Fedu, povolební politický pat (následné vyhlášení nových voleb na listopad), zvýšené geopolitické riziko v regionu (konflikt v Sýrii i s Kurdy), respektive všeobecný negativní sentiment globálních investorů vůči rozvíjejícím se trhům – vytlačila výnosy vládních dluhopisů na úrovně, jež jsou již podle našeho názoru v delším horizontu dostatečně atraktivní. Na jedné straně věříme, že se náhled na globální EM trhy již začne stabilizovat a posléze zlepšovat, očekáváme také, že dojde k minimálně částečné stabilizaci domácích rizikových faktorů. Centrální banka dle našeho odhadu v brzké době přistoupí ke zvýšení úrokových sazeb, což by mělo podpořit měnový kurz, inflační výhled a díky tomu pomoci vzhůru cenám dlouhodobých dluhopisů.

Měny

Náš názor na vývoj eura proti dolaru se už nějakou dobu nemění – nadále očekáváme, že většinu času bude kurz oscilovat kolem 1,10, rizika kvůli FEDu vidíme asymetricky směrem k dolaru pod touto úrovní. Tento výhled ponecháváme v platnosti.

Regionální měny, kromě koruny, jsou stále dle našeho náhledu podhodnocené; zejména u polského zlotého nevidíme důvod k tomu, aby se obchodoval na úrovních 4,25. U zlotého kvůli nízké inflaci a reálné konvergenci pokládáme za adekvátní hodnoty kolem 4 a čekáme, že se k nim postupně v průběhu nadcházejících měsíců přiblíží.

U CZK dle nás letos a ani v první polovině roku 2016 nedojde k uvolnění prostoru pro další posílení (tj., k odchodu ČNB z trhu nebo ke snížení hranice kurzového závazku), sázky na další posílení CZK tak nyní příliš nadějí na úspěch nedávají. Dlouhodobě jsme však na korunu pozitivní a fundamentálně vidíme prostor k posílení až k úrovni 25 korun za euro.

Září 2015

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Akciový trh

Akciové trhy při probíhajícím ekonomickém oživování a ve srovnání s jinými druhy finančních aktiv, také díky proběhlé korekci, nadále **disponují velice zajímavým růstovým potenciálem**. Zlepšující se trh práce, pozvolné oddlužování spotřebitele a historicky nízké zadlužení korporátní sféry by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank a relativně stále zajímavé současné ohodnocení burzovně obchodovatelných společností. Z historického hlediska stále **nízké požadované výnosy** u většiny státních **dluhopisů zatraktivňují investice do akcií**, které se z valuačního hlediska nachází blízko jejich historických průměrů (ukazatel ceny akcie k účetní hodnotě na akcii nebo ceny akcie k zisku na jednu akcii). Obrázek nemění ani kauze s diesel motory VW. I když se jedná o významný sektor, dopad na převážně evropskou ekonomiku bude nízký, kdy může dojít k snížení poptávky a z toho důvodu určitému omezení plánovaných investic.

Mezi rizika pro akciové trhy můžeme zařadit dluhové problémy periferních států eurozóny, sílu zotavování jednotlivých ekonomik, neočekávané kroky centrálních bank nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Sýrii a Iráku. Zároveň po relativně klidných dvou letech pravděpodobně může dojít k zvýšení volatility v podobě dalších korekcí.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií v současné době spočívá spíše v **dividendových výnosech**, v Polsku pak v některých bankovních titulech, jako expozice na očekávané ekonomické oživení. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme Fortunu, Pivovary Lobkowicz Group a rakouskou Erste Bank. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal nebo výrobce těžebního zařízeni Famur. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, plynárenských společností Transgaz a Romgaz a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie ropné společnosti OMV, pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kursech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených, ani za přesnost a úplnost těchto údajů, a doporučuje investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další Informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

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

CONSEQ™
JIŽ OD 1994