

Confidence
must be earned
Amundi
ASSET MANAGEMENT



Market Review

Investment perspectives

Nebojujme proti centrálním bankám



Vytvořeno 3. července 2017



**Silvia
BOCCHIOTTI**

Tým smíšeného investování,
Vedoucí oddělení výběru fondů a retailu a privátního bankovního poradenství



**Vincent
MORTIER**

Zástupce investičního ředitele a vedoucí oddělení smíšeného investování

Na trzích cenných papírů existuje jedno pořekadlo: „Nebojujme proti Fedu“. Vzhledem k současným okolnostem by znění tohoto pravidla mohlo být změněno na „Nebojujte proti centrálním bankám“.

Centrální banky byly od roku 2008 k trhům velice vstřícné prostřednictvím svých měnových politik. Nicméně nedávná prohlášení přicházející z americké centrální banky, Bank of Canada, Evropské centrální banky a Bank of England zdůrazňují skutečnost, že centrální banky se snaží připravit trhy na postupnou normalizaci svých měnových politik, a tedy postupné odstranění podpůrných opatření.

Nejde o bezvýznamnou záležitost, protože trhy jsou neustále ovlivňovány politickou nejistotou a trendy v cenách ropy a stále jsou částečně závislé na centrálních bankách, a to v době, kdy dochází k postupné normalizaci měnové politiky. Je třeba zdůraznit, že americká centrální banka (Fed) v červnu už počtvrté od roku 2008 zvýšila úrokové sazby, a to navzdory velice nízké inflaci.

Očekávání normalizace politiky jsou dále posílena skutečnost, že globálně vzato se zdá, že došlo ke snížení politického rizika. Navzdory prodloužení s fiskálními stimulačními opatřeními slíbenými Donaldem Trumpem došlo ke zmírnění politického rizika. Zdá se, že vlna populistické nálady již kulminovala, jak naznačuje proevropský výsledek voleb ve Francii, pozitivní politický vývoj v Itálii a signál britských voličů, že jsou spíše nakloněni „jemnému Brexitu“.

Pokles cen ropy o více než 15 % v první polovině roku si vybral svou daň v oblasti inflačních očekávání, a to zejména v USA, kde došlo nedávno k poklesu online cen maloobchodních produktů a léčiv. Cenový tlak se do budoucna zintenzivní, a to zejména v zemědělsko-potravinářském sektoru poté, co Amazon získal Whole Foods Market.

Klíčovou otázkou na trzích je to, zda je současná nízká míra inflace pouze dočasná, což je zřejmě přesvědčení centrálních bank.

Inflace je skutečně chybějícím kouskem skládačky, protože úrokové sazby a míry inflace jsou velmi nízké v době, kdy centrální banky usilují o normalizaci svých měnových politik. Nízké úrokové sazby bezesporu umožnily zkrátit náklady na dluhovou službu, ale vedly také k nestádnosti, což dokládají např. 2,75 mil. USD, které vybrala Argentina prostřednictvím vydání 100letých dluhopisů s 8% kuponem, a to i když už Argentina osmkrát nedodržela své závazky.

Ponecháme-li stranou otázku inflace, nesmíme zapomenout na to, že kvantitativní uvolňování zavedené v roce 2008 bylo navrženo tak, aby reagovalo na mimořádnou situaci, která již neexistuje, a že je normální, když se centrální banky chtějí připravit na případné další hospodářské zpomalení nebo krizi, k nimž by mohlo v budoucnu dojít.

Centrální banky proto vysílají jasnou zprávu: normalizace měnových politik bude pokračovat. Investoři to musejí mít na paměti, když se rozhodují, které pozice obsadit. Jejich portfolia by tak měla být vyváženější a měli by věnovat mimořádnou pozornost sektorům, které jsou citlivé na změny úrokových sazeb. Kdo je připraven, není překvapen. Nebojujme proti centrálním bankám...





Philippe ITHURBIDE

Vedoucí oddělení výzkumu, strategie a analýzy

Makroekonomie a trhy



Statistiky i průzkumy nadále poukazují na pokračování globální expanze, která je ve většině zemí poháněna domácí poptávkou.

- Zrevidovali jsme naši předpověď růstu eurozóny v roce 2017 z 1,6 % na 1,8 %, přičemž naše očekávání růstu týkající se ostatních zemí zůstala nezměněna.

- Světový obchod zesílil v roce 2017 po slabším výkonu v roce 2016, k oživení světového obchodu přispělo, že ekonomický růst se zvyšuje ve všech oblastech, tj. je synchronizovaný

- Jádrová inflace v USA poklesla. Ačkoliv se domníváme, že k tomu došlo v důsledku dočasných faktorů. nízká úroveň jádrové inflace v tomto cyklu poukazuje na to, že ve hře jsou také strukturální faktory (ze strany dodavatelů). Očekáváme, že jádrová inflace se znovu začne zrychlovat, ale nepřesáhne historické průměry.

- Politická rizika se po francouzských volbách přesunula z Evropy do zbytku světa. Do budoucna představují největší rizika možné politické obraty (zejména Trumpova obchodní politika), geopolitické tlaky (Korea) a čínský cyklus (nadměrně podporovaný úvěry).

	7. 7. 2017.	Za měsíc	Od 30. 12. 2016
Akciové trhy			
CAC 40	5152	-2,1 %	8,4 %
S&P 500	2410	-1,0 %	7,6 %
EuroStoxx 50	3462	-2,4 %	5,2 %
MIB	21084	1,7 %	9,6 %
DAX 30	12381	-2,3 %	7,8 %
Nikkei 225	19929	-0,3 %	4,3 %
MSCI Emerging Markets	1006	-0,9 %	16,7 %
Komodity - Volatilita			
Ropa (Brent)	48,1	0,1 %	-15,3 %
Zlato (\$/unce)	1225	-4,8 %	6,3 %
VIX	12,5	2,2	-1,5
Měny			
EUR/USD	1 142	1,4 %	8,6 %
USD/JPY	113,8	3,6 %	-2,7 %
EUR/GBP	0,88	1,4 %	32, %
EUR/CHF	1,10	1,0 %	2,4 %
Mezibankovní sazby a výnosy státních dluhopisů			
Euribor 3M	-0,33	-	-1 bp
Libor USD 3M	1,30	+8 bp	+31 bp
2letý výnos (Německo)	-0,58	+14 bp	+18 bp
10letý výnos (Německo)	0,57	+30 bp	+37 bp
2letý výnos (USA)	1,41	+11 bp	+22 bp
10letý výnos (USA)	2,38	+21 bp	-6 bp

Pro evropské a americké akciové trhy a indexy MSCI: uvedené hodnoty představují uzavírací ceny k předchozímu dni. Pro asijské akciové indexy: uzavírací cena k uvedenému dni. Pro devizové kurzy, výnosy dluhopisů a zlato: hodnoty k uvedenému dni kolem 9 hod. (pařížský čas). Zdroje: Bloomberg, Amundi Strategy.

Kapitálové trhy

Trendy na kapitálových trzích se v červnu točily kolem fluktuací cen ropy a úrokových sazeb, méně vstřícného tónu centrálních bank (zejména ECB) a nárůst eura (+1,4 % vůči USD). Po propadu až o 9 % (k 26. června) se ceny ropy na konci měsíce ustálily a oproti prvnímu čtvrtletí byly nižší o 4 %, což rozptýlilo nejistotu ve vztahu k nové dezinflační hrozbě. V souvislosti s rozptýlením těchto obav dlouhodobé sazby vzrostly v závěru měsíce na obou stranách Atlantiku o 15 až 20 bp. V tomto kontextu si akciové trhy daly pauzu, světové akcie (MSCI World AC) byly v meziměsíčním srovnání beze změny, přičemž jednotlivé trhy a jednotlivé sektory vykazovaly protichůdné trendy. Britské akcie (FTSE index) poklesly o 2,4 % kvůli výsledku parlamentních. V souvislosti s nárůstem eura došlo u indexu EuroStoxx 50 k poklesu o 3,2 %, MIB v Miláně ztratil 0,7 %, DAX ve Frankfurtu 2,3 %, CAC v Paříži 3,1 % a IBEX v Madridu 4,0 %. Naproti tomu index Nikkei v Japonsku, kde došlo k poklesu jenu (o 1,6 % vůči USD) vzrostl o 1,9 %. Relativně stabilní výkonnost jsme registrovali u akcií z rozvíjejících se trhů (MSCI EM se zvýšil o 0,5 % v USD). Konečně v USA zůstal S&P (nárůst o 0,5 %) rovněž prakticky nezměněn, nicméně objevily se významné rozdíly mezi indexem Nasdaq (pokles o 0,9 %), ve které jsou hojně zastoupeny růstové akcie citlivé na prudká zvýšení úrokových sazeb, a Dow Jonesovým indexem (nárůst o 1,6 %). Z hlediska odvětví nárůst úrokových sazeb negativně ovlivnil odvětví veřejných služeb (pokles o 2,9 % v USA a o 4,8 % v Evropě) a telekomunikací (pokles o 3,3 %, resp. 7,0 %). Naopak pozitivní dopad měl na bankovní sektor, a to zejména v USA (kde byl zaznamenán růst o 8,4 % v porovnání s nárůstem o 1,0 % v Evropě).

Výsledky a chování trhu v minulosti nepředjímají výsledky a chování v budoucnosti.

Trhy úrokových sazeb

Dlouhodobé sazby vykazovaly v červnu narůstající trend, a to zejména po relativně povzbudivém proslovu prezidenta ECB Maria Draghiho týkajícího se výhledů v oblasti inflace. To připravuje půdu pro nadcházející omezení vstřícných opatření. Americká centrální banka zvýšila v červnu své úrokové sazby na 1,00 % – 1,25 %, což bylo druhé zvýšení v tomto roce a čtvrté v aktuálním cyklu. V důsledku toho se zvýšil výnos 10letých německých dluhopisů z 0,30 % na přibližně 0,45 % a americké desetileté úrokové sazby stouply z přibližně 2,20 % na 2,30 %. Výnos u francouzských desetiletých dluhopisů stouply 0,70 % na 0,80 %. Prémie na úvěrové riziko v červnu poklesly v takové míře, která byla srovnatelná s nárůstem výnosu z německých dluhopisů, zatímco výnosy z 10letých italských a španělských dluhopisů zůstaly nezměněny na úrovni 2,15 %, resp. 1,50 %.

Devizové trhy

Agresivnější tón ECB vedl v průběhu měsíce ke zvýšení směnného kurzu EUR/USD o 1,4 %, kurz se tak nakonec vyšplhal až na 1,14, což je nejvyšší úroveň v posledním více než roce. Britská libra zaznamenala oslabení po předčasných volbách konaných dne 8. června, po nichž se pozice vládnoucí strany oslabila: Kurz libry oslabil k euru o 0,8 % na 0,88 EUR/GBP. Japonský jen pak ztratil k dolaru o 1,6 % na 112 USD/JPY.



Přesvědčení: Normalizace měnové politiky

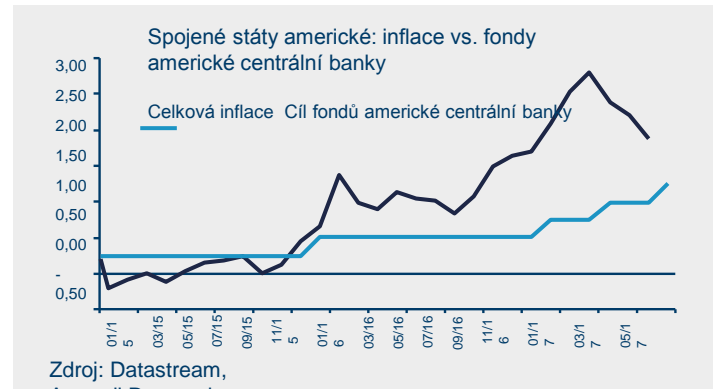
Během prvního pololetí si trhy vedly dobře. Hlavním tématem tohoto období nicméně nebyl pouze výrazný pokles cen ropy, které se snížily o více než 15 %, ale také nízká míra inflace.

V prostředí, kde došlo ke společnému poklesu dolaru, dlouhodobých sazeb, cen ropy a komodit, je přirozené spatřovat dobré chování rozvíjejících se asijských trhů a takových sektorů, jako je technologický sektor, zdravotnictví a sektor veřejných služeb.

Centrální banky nicméně trhům vyslaly jasné sdělení: nízká inflace je přechodný fenomén a měnové politiky se budou nadále normalizovat. Investoři by tudíž měli vůči této situaci zaujmout jasné stanovisko tím, že budou mít vyváženější portfolia a budou věnovat zvláštní pozornost sektorům, které jsou citlivé na nárůst úrokových sazeb.

Nadále jsme vysoce pozitivní v oblasti akcií, a to i přes nedávnou volatilitu, a jsme velice opatrní v oblasti vládních dluhopisů.

Zdá se, že Eurozóna má v kontextu, kdy dochází k poklesu politických rizik a makroekonomické ukazatele jsou nadále velice pozitivní, dobrý potenciál.



NAŠE ANALÝZA

	Negativní	Neutrální	Pozitivní
Třídy aktiv			Akcie
Trhy se po prohlášení několika centrálních bank týkajících se normalizace měnových politik na konci měsíce konsolidovaly. I přes konsolidaci na akciovém trhu jsme u této třídy aktiv nadále konstruktivní.	Dluhopisy	Peníze	
Akcie			Eurozóna
Máme pozitivní náhled na akcie rozvíjejících se trhů, zejména v Japonsku a Evropě. Dobré ekonomické ukazatele a pokles prémie na politické riziko poukazují na potenciál eurozóny. V tomto kontextu upřednostňujeme výběr cenných papírů a hodnotový přístup.		Spojené státy americké	Rozvíjející se trhy
			Japonsko
			Svět
Státní dluhopisy			
Jsmo nadále opatrní u státních dluhopisů v kontextu situace, kdy centrální banky nadále normalizují své měnové politiky, a domnívají se, že nízké míry inflace jsou přechodné. Celkově je potenciál pro zhodnocení nadále na obou stranách Atlantiku omezený a vzhledem k riziku se nevyplácí.		Eurozóna – jádro	
		Eurozóna – periferie	
		Spojené státy americké	
			Eurozóna inflace
			USA inflace
Měny vs. EUR			USD
Evropská měna má tendenci se vůči dolaru zhodnocovat, a to po sdělení Maria Draghiho, který potvrdil obnovení měnové politiky ECB a snahu o postupné			
Podnikové dluhopisy			Investiční stupeň EUR
Udržujeme pozitivní náhled na produkty s rozpětím cen, a to v důsledku příznivého prostředí „carry trade“, zejména na dluhy rozvíjejících se trhů v tvrdých měnách a v místních měnách a také na podřízené finanční dluhy na úkor dluhopisů s vysokým výnosem, které jsou citlivější na výkyvy v cenách ropy.			Investiční stupeň FRN US
			Podřízené finanční dluhy
	Vysoký výnos EUR		
	Vysoký výnos US		
Styly, faktory			Hodnota
Nadále pozitivně hodnotíme riziková aktiva, kvalitu a cyklické hodnoty. Doporučujeme sledovat lepší výkonnost cenných papírů malých firem, a to zejména před letním obdobím kvůli jejich nižší likviditě. Na úrovni odvětví měla prohlášení centrální banky stran normalizace měnových politik pozitivní dopad na finanční aktiva, zatímco zatímco cenné papíry v odvětví technologie začínají generovat nějaké zisky.			Růst
			Kvalita
			Vysoká dividenda
			Malé firmy
			Cyklické
			Defenzivní
Diverzifikace			Volatilita
Ukazatele volatilitu stále stagnují, a to navzdory přechodným zvýšením napětí.			Zlato a související aktiva

Slovníček

MSCI Emerging Markets (index rozvíjejících se trhů společnosti MSCI)

Akciový index představující cca 820 společností obchodovaných na kapitálových trzích 21 rozvíjejících se zemí (Jižní Afrika, Brazílie, Chile, Kolumbie, Korea, Egypt, Maďarsko, Indonésie, Malajsie, Maroko, Mexiko, Peru, Filipíny, Polsko, Česká republika, Rusko, Tchajwan, Thajsko a Turecko).

S&P 500 (kompozitní index 500 akcií společnosti Standard and Poor's)

Index představující 500 největších akciových titulů na trhu USA.

Investiční stupeň

Dluhopisy investičního stupně jsou ratingovými agenturami považovány za málo rizikové. Nejvyšší rating, který může emitent obdržet, je AAA.

Deflace

Zpomalení míry nárůstu cen.

Reflace

Hospodářská intervence, která uměle stimuluje hospodářství prostřednictvím navýšení přísunu peněz nebo snížení daní.



PRÁVNÍ INFORMACE Verze platná ke dni 7. července 2017

Pokud není uvedeno jinak, pocházejí veškeré informace obsažené v tomto dokumentu od Amundi Asset Management a jsou platné ke dni 5. července 2017. Pioneer Funds – Euroland a Pioneer Funds – European Equity Value je dílčí fond („Dílčí fond“) Pioneer Funds („Fond“), což je fonds commun de placement s několika samostatnými dílčími fondy založenými podle zákonů Velkovévodství lucemburského. Minulé výsledky nejsou zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Pokud není uvedeno jinak, všechna vyjádřená stanoviska jsou stanovisky Amundi Asset Management. Tato stanoviska mohou být kdykoliv změněna na základě tržních a dalších podmínek a neexistují žádné záruky toho, že země, trhy nebo sektory budou mít očekávanou výkonnost. S investicemi souvisejí určitá rizika, a to včetně politických a měnových rizik. Návržnost investice a hodnot jistiny mohou klesat i stoupat a výsledkem může být ztráta investovaného kapitálu. Nejnovější návratnost se může lišit od té, která je uvedena zde. Pro aktuálnější informace týkající se výkonnosti prosím kontaktujte svého místního zástupce Amundi Asset Management. Tento dokument není informační leták a nepředstavuje nabídku k nákupu ani nabádání k prodeji jakýchkoliv jednotek Fondu nebo jakýchkoliv služeb, a to kýmkoliv nebo komukoliv v jakékoliv zemi, kde by taková nabídka nebo nabádání mohly být nezákonné nebo v níž osoba předkládající takovou nabídku nebo výzvu k tomu není oprávněna, nebo komukoliv, u něhož je předložení takové nabídky nebo nabádání nezákonné. Pro další informace o Fondu si vyžádejte bezplatný informační leták od Pioneer Global Investments Limited, člena skupiny Amundi, 1 George's Quay Plaza, George's Quay, Dublin 2, Irsko. Volejte +353 1 480 2000, faxujte +353 1 449 5000 nebo své místní prodejní kanceláři Amundi Asset Management. Tyto informace nejsou určeny k distribuci a nepředstavují nabídku k prodeji ani nabádání k podání nabídky na koupi jakýchkoliv cenných papírů nebo služeb ve Spojených státech amerických nebo na jakýchkoliv jejich územích či v državách podléhajících jejich jurisdikci ani ve prospěch jakéhokoliv zakázaného amerického investora (Restricted U.S. Investor; jak je definován v informačním letáku Fondu). Fond není v USA registrován podle zákona o investičních společnostech (Investment Company Act) z roku 1940 a jednotky Fondu nejsou v USA registrovány podle zákona o cenných papírech (Securities Act) z roku 1933. Tento dokument není určen pro retailové klienty a retailoví klienti, jimž tento dokument nemá být poskytnut, se na něj nemohou nijak spoléhat. Obsah tohoto dokumentu schválila společnost Pioneer Global Investments Limited, člen skupiny Amundi („PGIL“). Ve Spojeném království je tento materiál určen profesionálním klientům, a ne retailovým klientům, a k distribuci ho schválila společnost PGIL (Pobočka Londýn), Portland House, 8th Floor, Bressenden Place, London SW1E 5BH. PGIL má povolení a je regulován Central Bank of Ireland a podléhá omezené regulaci ze strany orgánu Financial Conduct Authority. Podrobnosti týkající se rozsahu naší regulace ze strany orgánu Financial Conduct Authority („FCA“) poskytneme na vyžádání. Podle zákona Spojeného království o finančních službách a trzích (Financial Services and Markets Act) z roku 2000 je Fond neregulovaný režim kolektivního investování, a proto není předmětem ochrany poskytované regulačním systémem Spojeného království. Amundi Pioneer Distributor, Inc. 60 State Street Boston, MA 02109 („APD“) broker-