



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	0,05 %	USA	- 0,40 %	EUR/USD	- 4,02 %	Ropa Brent	- 9,99 %
Evropa – DJ Stoxx 600	2,65 %	Evropa	0,43 %	CZK/USD	- 3,72 %	Zemní plyn	- 3,71 %
Japonsko – Nikkei 225	3,48 %	ČR	0,34 %	CZK/EUR	0,27 %	Sil. elektřina	- 0,67 %
MSCI Emer. Markets	- 3,96 %	Polsko	0,16 %	PLN/EUR	- 0,48 %	Zlato	- 6,62 %
ČR – PX	- 0,89 %	Maďarsko	0,17 %	HUF/EUR	- 0,03 %	Stříbro	- 9,74 %
Polsko – WIG30	- 4,69 %	Turecko	- 0,58 %	TRY/EUR	4,26 %	Měď	- 10,31 %
Maďarsko – BUX	10,26 %						

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Evropská ekonomika v listopadu potvrdila růst tempem 0,3% q/q, žádné urychlení dynamiky se nekoná. ECB, přeceňující deflační hrozbu, celý listopad připravovala trh na uvolnění měnové politiky. To nakonec začátkem prosince skutečně provedla, byť v menším než trhem vyhlášeném rozsahu.**

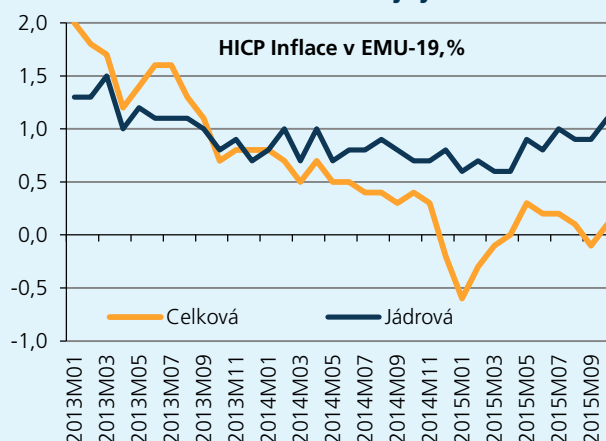
První informace o růstu HDP ve 3Q15 z října byly během listopadu potvrzeny – ekonomika EMU se zvedla o 0,3 % q/q, nejrychleji rostlo Španělsko (+0,8 %), nejpomaleji z velkých ekonomik Itálie (0,2%); Německo i Francie však zaznamenaly růst oproti Itálii jenom marginálně rychlejší (0,3 % q/q). V datech za všechny tyto velké ekonomiky je evidentní absence deflační mentality firem či spotřebitelů – ve Španělsku vzrostla poptávka domácností mezičtvrtletním tempem 1 %, v Německu 0,6 %. Naopak, čistý export nejspíš (zatím nejsou finální strukturální data za celou EMU) přispíval růstu negativně.

Negativní příspěvek čistého exportu šlo vytušit z průmyslových dat. **Průmyslová produkce** totiž ve 3Q15 stagnovala, když po růstu o 0,7 % m/m v červenci klesla v srpnu o 0,4 % a v září o dalších 0,3 %. Eurozónu táhlo dolů Německo, kde produkce klesla o 1 % q/q; vzhledem k vývoji objednávek to ani pro 4Q15 nevypadá nijak moc dobře. Na druhé straně však jsou očekávání poměrně optimistická, jak je zřejmé ze sub-indexu očekávání v rámci indexu IFO a nebo ze sub-indexu zaměstnanosti v rámci PMI indexu.

Maloobchodní tržby v září poprvé od března meziměsíčně klesly, byť pouze minimálně (0,1 % m/m). Potvrzuje se naše očekávání, že vliv nižších cen ropy je mnohem menší než na konci roku 2014 a začátkem roku 2015; spotřebitelská důvěra sice v listopadu oproti říjnu mírně vzrostla, většina sesbíraných dotazníků je však z doby před teroristickými útoky v Paříži 13.11. Navíc, následná přísná bezpečnostní opatření (zavírání nákupní středisek, rušení koncertů atd.) se v listopadu a prosinci přímo projeví na maloobchodních tržbách, byť jenom marginálně.

Ačkoliv se ECB tváří, jakoby deflační hrozba byla akutní, jádrová inflace v říjnu překvapivě poskočila na 2 ¼ leté maximum (1,1 %). Je sice pravdou, že celková inflace zůstala jenom těsně nad nulou (0,1 %), v dalších měsících se však jádrová a celková sblíží s tím, jak vypadne efekt ropy (největší kolaps cen ropy byl mezi listopadem 2014 a lednem 2015). Otázkou zůstávají ceny potravin – zatím to vypadá, že kvůli extrémnímu suchu v létě dále porostou, což by celkovou inflaci dále zvedlo.

### Jádrová inflace v EMU nejvýše za 2 ¼ roku





**ECB v listopadu nezasedala, intenzivně však připravovala trhy na uvolnění měnové politiky na svém prosincovém zasedání (3.12.).** Draghi ve Frankfurtu koncem listopadu silně naznačil, že k takovému kroku v prosinci dojde, stejný dojem musel člověk získat i ze zápisu z říjnového zasedání, kde se o uvolnění již na tomto zasedání diskutovalo. Počátkem prosince pak svůj slib skutečně splnila, když snížila (o 10 b.b. na -0,3 %) depozitní sazbu a prodloužila program odkupu aktiv nejméně do března 2017 (přičemž jej ještě rozšířila o dluhopisy regionálních vlád). Takové opatrné uvolnění měnové politiky sice trhy nemile překvapilo (viz níže), ale dle nás dává smysl – deflační hrozba je malá.

## USA

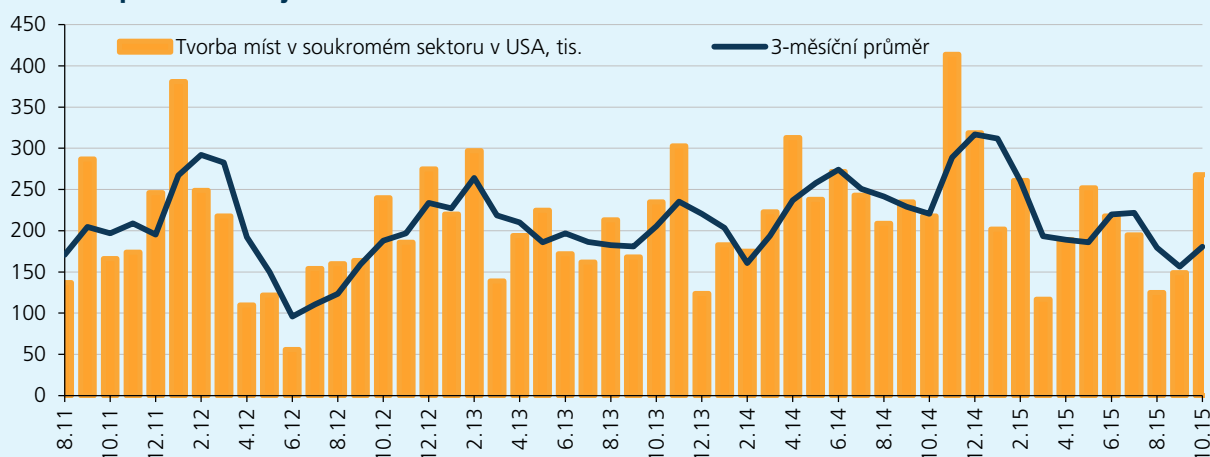
**V listopadu byla nahoru revidována data o růstu HDP za 3Q15, pozornost trhů se však – jako v EMU – upínala k centrální bance. Té se díky opětovnému růstu trhu práce uvolnily ruce k prosincovému utažení měnové politiky.**

Růst amerického HDP ve 3Q15 byl dle druhého odhadu zlepšen o 0,6 p.b. na 2,1% q/q, anualizovaně. Proti prvnímu odhadu se na struktuře nic nezměnilo, byl pouze snížen negativní příspěvek od zásob (z -1,4 p.b. na -0,6 p.b.).

**Další data byla dobrá. Průmyslová produkce** sice i v říjnu znovu klesla (a kromě července tak klesla v každém měsíci letošního roku, když na produkci evidentně nadále doléhá silný dolar a nízká cena ropy ovlivňující produkci v sektoru), maloobchod však vzrostl o 0,3% m/m a po slabém září a srpnu vzrostly dle předběžných dat i objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (3% m/m). Nakonec, a to je pro FED nejdůležitější, se v říjnu k životu s vervou vrátil trh práce. Nejenom, že byla revidována data o tvorbě pracovních míst v srpnu a září (z původních 218 tis. na 274 tis.), ale za říjen bylo vytvořeno nejvíce pracovních míst (268 tis.) v letošním roce.

I když inflace vývoj na trhu práce stále příliš nereflektuje (jádrová zůstala v říjnu na 1,3 %, celková o procentní bod níže), je takto silný trh práce tím, co FED chtěl vidět, aby mohl v prosinci poprvé od roku 2006 utáhnout měnovou politiku. Že se k takovému kroku s vysokou pravděpodobností FED v prosinci odhodlá, plyne i ze zápisu z jeho zasedání z konce října. Část členů totiž dle něj již tehdy pokládala podmínky pro vyšší sazby za splněné a většina se domnívala, že by mohly být splněny v prosinci; s daty z trhu práce, která dorazila po zasedání, tomu v prosinci tak s vysokou pravděpodobností bude. FED stále opakuje víru, že inflace zamíří ke 2 %, vidí však i dalšími důvody pro urychlené zvýšení sazeb, které s inflací mnoho společného nemají: ohrožení důvěryhodnosti FEDu v případě nesplnění toho, o čem FED už rok mluví, růst rizika finančních nerovnováh či nemístný růst vnímané důležitosti prvního utažení. FED tak trhu jasně sděluje, že je nutno počítat s krokem neviděným skoro deset let.

Trh práce se v říjnu vrátil k životu a rozvázal FEDu ruce





## CEE3

**Růst české ekonomiky ve 3Q15 pokračoval solidním tempem, kterému však výrazně pomohlo utrácení vlády. Inflace se pomalu zvedá, o konci intervenčního režimu však zatím nemůže být řeč.**

**Ekonomika přidala ve 3Q15 0,5 % q/q**, přidaná hodnota (tj., HDP bez daní) vzrostla dokonce o 1,2 % q/q, což je nejrychlejší tempo jejího růstu od 2Q10. Podruhé v řadě sice zpomalila poptávka domácností (na +0,3% q/q) a zvolnily také fixní investice a zásoby (po rychlém růstu v 1H15 není divu), výrazně však vzrostla poptávka vlády. Ta přidala ve třetím čtvrtletí 2,2 % q/q, což bylo nejrychlejší tempo od 4Q07, a příspěvek poptávky vlády tak vysvětluje 4/5 mezičtvrtletního růstu.

**Maloobchod (vč. aut) dle očekávání v září zamířil k 8 %**, což je tempo, na které ukazuje důvěra domácností. Nejenom že maloobchod přidal 7,3% r/r, ale podruhé za sebou se zvedla i důvěra domácností, která je tak už znovu pouze kousek od maxim z roku 2006. **Průmysl dle očekávání již počal zpomalovat**, v září vzrostl už jenom o 3,1 % r/r. Projevuje se zde zpomalení v Německu, které asi bude trvat i po zbytek roku – PMI index klesl již v říjnu a v listopadu se pouze udržel na 54 bodech, růst nových objednávek byl v listopadu dokonce nejpomalejší od června 2013.

**Celková inflace v říjnu sice meziměsíčně stagnovala** a měnově-politická inflace se drží nad nulou pouze nejtěsnějším možným rozdílem (což je mimochodem ta samá úroveň, na které byla tato inflace v říjnu 2013, tj. těsně před první intervencí ČNB), inflační obrázek je však nejlepší za 7 let. Nejenom že se k prvnímu meziročnímu růstu za dva roky vrátily ceny zemědělských producentů, ale i poptávková inflace vzrostla nejrychleji (1,3 % r/r) od roku 2008. Pokud se zvednou i spotřebitelské ceny potravin (které v říjnu ještě podobně jako ceny paliv klesly), sblíží se celkem výrazně během 1Q16 měnově-politická inflace s inflací poptávkovou.

**Z hlediska měnové politiky** se nic významného neudálo. Snad jen, že **bankovní rada ČNB příliš nevěří prognóze**, která maluje po exitu koncem roku 2016 prudký růst tříměsíčního PRIBORu (o 90 b.b. během 1H17) a část BR má pochybnosti, **zda bude moct ČNB přestat intervenovat předtím, než ECB ukončí svůj program kvantitativního uvolňování** (tj., nyní nejdřív v březnu 2017). **Během listopadu se také znovu rozběhly devizové intervence**, nejspíš ale - soudě z vývoje forwardových bodů - v menších objemech než koncem léta.

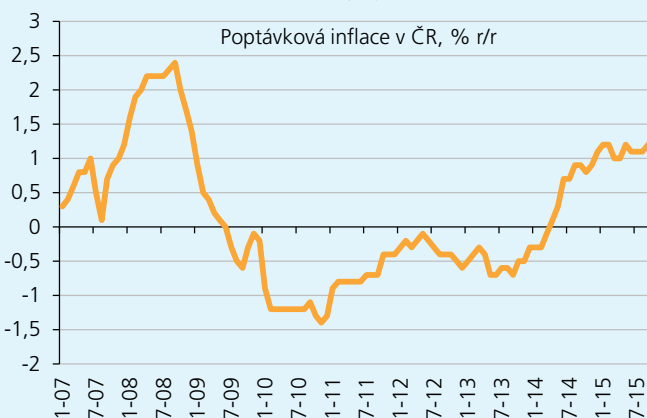
**V Polsku získala vláda důvěru, premiérka B. Szydlová představila program fiskální expanse**. Ten není oproti předvolebním slibům nijak překvapivý, zahrnuje vyšší sociální výdaje (např. na děti), nižší věk odchodu do důchodů (Ž/M : 60/65 let), vyšší nezdánitelnou částku (z 3 tis. na 8 tis. PLN), vyšší minimální hodinovou mzdu, nižší daň z příjmů právnických osob pro malé společnosti (z 19 % na 15 %) a podporu investic. Na straně vyšších příjmů se mluví jenom o zdanění bank (0,39 % aktiv) a supermarketů (2 % z příjmů). Pokud tato opatření projdou v navržené podobě, pro rozpočet to bude negativní, a to i když ekonomika solidně roste.

**Dle zveřejněných dat vzrostl HDP ve 3Q15 nejrychleším tempem v regionu (0,9 % q/q); meziroční tempo je 3,5% r/r**. Největším přispěvatelem zůstala poptávka domácností (skoro 2 p.b. k r/r růstu), ale kromě zásob byly pozitivním přispěvatelem všechny složky agregátní poptávky.

**Průmyslová produkce** v souladu s tím, co naznačoval index PMI, roste jenom pomalu (cca 3-4% r/r) a koncem roku určitě neurychlí (PMI i v listopadu zůstal na říjnových 52 bodech, německé průmyslové objednávky v minulých měsících zpomalily). Maloobchodu se však daří dobře, v říjnu vzrostl meziročně o 3,6 %.

**Inflace zůstává nadále záporná, v říjnu dosáhla -0,7 %, což je mírné zlepšení proti září (-0,8 %), ale stále výrazně pod cílem** polské centrální banky (2,5 % ± 1 p.b.). Nejvíce se samozřejmě na meziročním propadu stále podílejí ceny v sektoru doprava (-10,4 % r/r), ani jádrová inflace však není vysoko (drží se jenom tři desetiny p.b. nad 0 %). Ve výrobním sektoru je situace podobně ne-inflační, PPI inflace je stále výrazně záporná (-2,7 %).

### INFLACE poptávková inflace nejvýše od roku 2008





## CEE3

**V Polsku získala vláda důvěru, premiérka B. Szydlová představila program fiskální expanse.** Ten není oproti předvolebním slibům nijak překvapivý, zahrnuje vyšší sociální výdaje (např. na děti), nižší věk odchodu do důchodů (Ž/M : 60/65 let), vyšší nezdanitelnou částku (z 3 tis. na 8 tis. PLN), vyšší minimální hodinovou mzdu, nižší daň z příjmů právnických osob pro malé společnosti (z 19 % na 15 %) a podporu investic. Na straně vyšších příjmů se mluví jenom o zdanění bank (0,39 % aktiv) a supermarketů (2 % z příjmů). Pokud tato opatření projdou v navržené podobě, pro rozpočet to bude negativní, a to i když ekonomika solidně roste.

**Dle zveřejněných dat vzrostl HDP ve 3Q15 nejrychlejším tempem v regionu (0,9 % q/q); meziroční tempo je 3,5 % r/r.** Největším přispěvatelem zůstala poptávka domácností (skoro 2 p.b. k r/r růstu), ale kromě zásob byly pozitivním přispěvatelem všechny složky agregátní poptávky.

**Průmyslová produkce** v souladu s tím, co naznačoval index PMI, roste jenom pomalu (cca 3-4% r/r) a koncem roku určitě neurychlí (PMI i v listopadu zůstal na říjnových 52 bodech, německé průmyslové objednávky v minulých měsících zpomalily). Maloobchodu se však daří dobře, v říjnu vzrostl meziročně o 3,6 %.

**Inflace zůstává nadále záporná, v říjnu dosáhla -0,7 %, což je mírné zlepšení proti září (-0,8 %), ale stále výrazně pod cílem** polské centrální banky (2,5 % ± 1 p.b.). Nejvíce se samozřejmě na meziročním propadu stále podílejí ceny v sektoru doprava (-10,4 % r/r), ani jádrová inflace však není vysoko (drží se jenom tři desetiny p.b. nad 0 %). Ve výrobním sektoru je situace podobně ne-inflační, PPI inflace je stále výrazně záporná (-2,7 %).

**Polská centrální banka ponechala i v listopadu sazby bez změny na 1,5 %, do konce funkčního období většiny členů (leden / únor 2016) se už nic nestane.** Vzhledem k rétorice nové vlády i strany PiS před volbami, faktu, že (kromě Jerzyho Osiatynského) všem dalším členům MPC končí v lednu a v únoru šestileté funkční období a k inflačnímu výhledu, je dle nás vyšší než 50 procentní pravděpodobnost snížení sazeb.

**V Maďarsku ekonomika dále roste, růst se však již po investičním boomu v minulém roce stabilizoval kolem 2 %, kde nejspíš bude i v roce 2016.**

HDP ve 3Q15 vzrostl tempem shodným s tempem v prvním i druhém čtvrtletí 2015, tj. 0,5% q/q. Meziroční dynamika zvolnila na 2,2% (z 3,1 % a 2,4 % v 1Q a 2Q15). Struktura růstu je prozatím neznámá, nejspíš ale dále zpomalily investice i poptávka domácností (jak naznačovala měsíční data).

**Průmyslová produkce, která od počátku roku dynamiku ztrácela, se v říjnu zlepšila a zpomalování tempa se tak zastavilo** (průměrná m/m změna byla v posledních třech měsících nula). Další vývoj je nejistý a odvislý od Německa: tam jsou na jedné straně slabé (zahraniční) objednávky, na druhé však poměrně solidní optimismus v rámci indexů PMI / IFO. Maloobchod zaznamenal v září meziroční růst 5,1 %, což je na úrovni, kterou roste v posledních dvou letech.

**Inflace se díky překvapivému zastavení se poklesu cen paliv a bazickému efektu** (z r/r čísel vypadlo snížení cen energií v roce 2014) **v říjnu vrátila nad nulu**, když v meziročním vyjádření vzrostly ceny o 0,1%. Pomalu se nahoru šplhá i jádrová a poptávková inflace, k cíli centrální banky (3 %) je to však stále velmi daleko. Centrální banka (MNB) tak nepřekvapivě v listopadu ponechala klíčovou tříměsíční sazbu na 1,35 %. Nezměnil se ani výhled, MNB nečeká žádnou změnu sazeb do konce horizontu stávající prognózy (tj. do 3Q17), je ale vzhledem ke stále nízké inflaci připravena v prosinci letošního roku zvážit „vyladění“ svého měnově-politického postoje. To bude nejspíš zahrnovat snahu přimět domácí banky (které mají vysoký přebytek likvidity, kolem 15 % HDP) zvýšit nákupy maďarského dluhu.

## Ropa

Ropa (WTI) poklesla během listopadu znovu až pod hranici 40 dolarů za barel, koncem měsíce se vrátila těsně nad ní s tím, jak Saudská Arábie indikovala ústup z dosavadní striktní pozice nesnižování produkce. Prozatím se sice postoj OPECu nemění, což udržuje ceny nízko, S. Arábie však (což je důsledek jejího velkého fiskálního deficitu) evidentně měkne ve svém odhodlání za každou cenu vytlačit z trhu drahé producenty v Rusku a v USA.



### AKCIOVÉ TRHY

#### MSCI World Index



#### MSCI Emerging Markets



Ve Spojených státech byl listopad poměrně nudný, index S&P 500 uzavřel listopad v podstatě bez změny proti říjnu (lehce pod 2100 body). V Evropě akciovým trhům pomáhalo očekávání velkého uvolnění měnové politiky ECB, německý index se dostal koncem listopadu až k 11 400 bodům a připsal téměř pětiprocentní zhodnocení. Zklamání z ECB jej však počátkem prosince o část zisků rychle připravilo.

Rozvíjející trhy opět za rozvinutými zaostaly, hlavním důvodem jsou obavy investorů z dopadu blížícího se zvýšení úrokové sazby americkou centrální bankou. Index MSCI Emerging Markets poklesl o 4 procenta. Nejvíce ztrácely turecké trhy. Místní index ISE 100 v průběhu listopadu odepsal 5,3 procenta.

#### CECE Composite



Polská burza během celého listopadu setrvale klesala s tím, jak vítězná strana nedávných parlamentních voleb, PiS, nevykazovala znaky ústupu ze svých předvolebních slibů. Výrazné propady tak postihly těžaře mědi KGHM, banky mBank, BZ WBK, Bank Handlowy, společnosti z maloobchodu LPP a CCC nebo některé utility jako PGE, Energa, Enea a Tauron. Poslední prohlášení členů strany PiS indikují spíše pesimističtější scénáře, přičemž se pravděpodobně dočkáme i nových negativních překvapení. Česká burza odepsala v listopadu 1,6%. Premiantem byly akcie O2, které reagovaly na chystané opětovné zařazení do prestižního indexu MSCI Emerging Markets. Proti tomu se nedařilo akciím Pegas Nonwovens, jehož akcie byly koncem měsíce z daného indexu vyřazeny. Maďarské burze se naopak vedlo velmi dobře, když připsala 11 % - o 30 % vzrostly akcie Gedeon Richter, poté, co získal povolení k prodeji léku v USA, dařilo se i bankám, profitujícím ze slibu premiéra snížit jejich zdanění.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisy USA a EMU

**Výnosová křivka ve Spojených státech prošla v listopadu** snížením sklonu, **výnosy nicméně rostly**. Na krátkém konci vzrostly výnosy, a to pod vlivem rostoucích očekávání utahování měnové politiky celkem výrazně – dvouletý výnos stoupl o 20 b.b. a dostal se nad 0,9%, což je od první poloviny roku 2010 nejvyšší hodnota. Na dlouhém konci došlo pouze ke kosmetickému posunu, růst oproti začátku listopadu byl v jednotkách b.b.

**V EMU** začátkem měsíce výnosy vzrostly poté, co silná říjnová data z amerického trhu práce zvýšila pravděpodobnost utažení sazeb FEDu v prosinci 2015. Tento pohyb však byl velice rychle zvrácen ECB, která během listopadu sdělovala trhu, že na prosincovém zasedání měnovou politiku skutečně uvolní. Německá dluhopisová křivka tak koncem listopadu meziměsíčně paralelně klesla zhruba o 10-15 b.b., na 5 letech se dostala na -0,2 %, na 10 letech pod 50 b.b. Po zasedání ECB (začátkem prosince), kde ECB dodala méně měnově-politického uvolnění, než co trh očekával, výnosy vystřelily nahoru – německá desetiletka se dostala za den na téměř 70 b.b.

### Firemní dluhopisy

Vývoj firemních dluhopisů investičního stupně byl listopadu na opačných březích Atlantiku rozdílný v absolutním výsledku, kreditní marže stagnovaly či mírně klesly. Korporátní dluhopisy investičního stupně v Evropě kopírovaly vývoj vládních dluhopisů, index Bloomberg Corporate v listopadu proti konci října připsal 0,7 %. V USA, kde vládním dluhopisům škodila rostoucí očekávání ohledně utahování politiky FEDu, byl výsledek indexu naopak mírně negativní (-0,3%).

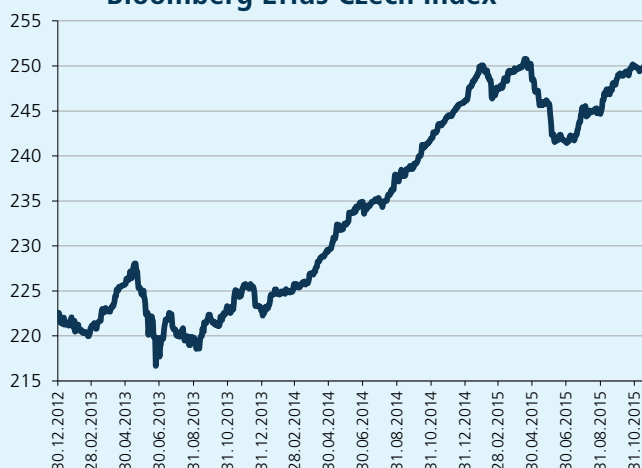
U korporátních dluhopisů neinvestičního stupně byl v Americe vývoj zhoršen znovu klesajícími cenami ropy, které se odrazily na výkonnosti dluhopisů energetických a těžebních společností – index tak odepsal 1,9 %. V Evropě byl vývoj příznivější, index mapující ceny evropských korporátních dluhopisů neinvestičního stupně přidal 0,5% za podpory očekávaného rozšíření programu kvantitativního uvolňování ECB.

Kreditní marže na trhu CDS se v listopadu dále utahovaly, byť již o poznání mírnějším tempem než v předešlém měsíci. Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl marginálně, o 1 bod. Lépe na tom byl index pokrývající kreditní marže segmentu neinvestičního ratingu, který ubral 9 bodů.

### Dluhopisový trh ČR

**Ceny českých dluhopisů zkraje měsíce klesly** (ovšem méně jejich německé protějšky - české desetileté požadované výnosy se tak ponořily výrazněji pod německé), **poté však opět rychle stouply**. Na dlouhém konci se tak výnos dostal znovu pod 50 bps, křivka byla během měsíce záporná do splatnosti 6 let. Vlivem intervencí dále roste již beztak vysoký přebytek likvidity v bankovním sektoru, takže i když evropské dluhopisy počátkem prosince prudce reagovaly na menší než očekávané uvolnění měnové politiky ECB, české vzrostly jenom mírně (10-letý výnos nad 50 bps). Výnosová křivka během listopadu ve výsledku klesla – nejvíce ubraly (resp. se ponořily hlouběji do záporu) krátkodobé výnosy (o 10 – 15 bps), středně- a dlouhodobé výnosy klesly v rozsahu do 5 bps. Index Bloomberg Effas CZ si tak připsal třetí měsíční růst v řadě, tentokrát ve výši 0,3%.

Bloomberg Effas Czech Index





### Dluhopisový trh Polsko

**Polská křivka se během listopadu ve výsledku příliš nehnula, střednědobé splatnosti proti konci října lehce poklesly** (do 5 bps). Negativní cenový vývoj, daný volebním výsledkem a vývojem německých obligací, rychle odmazala rostoucí očekávání na zvýšení stimulačních opatření ECB, jež by se zprostředkovaně promítly i na polský trh.

### Dluhopisový trh Turecko

**Benevolentní měnově-politický postoj turecké centrální banky i tvář v tvář stále rostoucí inflaci společně s eskalací napětí s Ruskem** vytlačily turecké výnosy ve druhé polovině listopadu znovu přes 10 % - dvouletý výnos se v jeden moment dostal až ke 10,6 %, koncem měsíce se ustálil kolem 10,3 %, desetiletý nejdřív atakoval 10,2 %, koncem měsíce se však vrátil lehce pod desetiprocentní hranici.

Bloomberg Effas Poland



## MĚNOVÉ TRHY

**Euro vůči dolaru během listopadu vlivem očekávání masivní měnově-politické divergence kontinuálně oslabovalo, a to až téměř k 1,05** na konci měsíce (na této úrovni bylo naposledy v první polovině roku). Po zasedání ECB však euro své ztráty masivně korigovalo, když se v průběhu hodin kurz vrátil až nad 1,09.

**Koruna se během listopadu znovu vrátila k 27 korunám**, ČNB tak byla po krátké říjnové přestávce znovu nucena proti ní intervenovat. Po zasedání ECB začátkem prosince oslabila zhruba o pět haléřů na 27,08.

**Zlotý** sice na začátku listopadu vůči euru přechodně posílil, poté se však znovu vrátil až na 4,28; fiskální nejistota a obecně nejistota v oblasti hospodářské politiky pramenící z nové vlády mu neprospívala, opačným směrem však působilo očekávání navýšení QE programu ECB. Výsledkem bylo měsíční oslabení o 0,5%.

**Forint** naopak v první dekádě listopadu proti euru slábnul, aby později své ztráty plně odmazal a končil listopad takřka na shodné úrovni, pouze s kosmetickou meziměsíční ztrátou 0,1%.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

**V nadcházejících měsících očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů** a zvýšení sklonu výnosové křivky, nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Domníváme se, že aktuální situace, kdy výnosy českých státních dluhopisů jsou o poznání níže oproti výnosům německého dluhu, nebude mít dlouhého trvání. Krátkodobé výnosy nejspíš sice ještě nějakou dobu zůstanou v záporu (s ohledem na trvajícím intervenční politiku ČNB a probíhající QE program ECB), výnosy středních a zejména dlouhodobých splatností se začnou posouvat vzhůru jak vlivem externích tak i interních faktorů. Z domácích je to zejména silný cyklický hospodářský růst, živěný silící úvěrovou dynamikou, tvořený jak expandující domácí poptávkou (mj. klesající nezaměstnanost, akcelerace růstu mezd), tak pokračující dobrou exportní výkonností, jež by postupně měly začít generovat určité inflační tlaky. Ve směru růstu požadovaných výnosů bude vedle toho působit také vyšší aktivita Ministerstva financí na primárním trhu, kde se MF bude v příštím roce objevovat o poznání častěji (či ve větších objemech) ve snaze zafinancovat rostoucí rozpočtové výdaje při již zcela vyčerpaných likviditních rezervách.

Dominantním externím faktorem by měl být nastoupený cyklus růstu úrokových sazeb ve Spojených státech a vzestup globální inflace, tažené pokračujícím cyklickým hospodářským růstem. Příznivý ekonomický vývoj v USA (solidní, široce založený hospodářský růst kolem 2,5 – 3%) a utahující se trh práce přimějí již pravděpodobně v prosinci Fed zvýšit poprvé od roku 2006 úrokové sazby. Ještě důležitější než přesný okamžik startu cyklu neutralizace měnové politiky však bude jeho tempo. Postupně rostoucí inflační tlaky z titulu utahovaného trhu práce přinutí dle našeho výhledu Fed k o poznání svižnějšímu zvyšování sazeb, než trh nyní očekává, což bude tlačit (nejen) americké výnosy vzhůru. Přestože vývoj v Evropě (ECB bude pokračovat v provádění měnověpolitické expanze nákupem státních a regionálních dluhopisů do své bilance) bude průsak vyšších amerických sazeb do eurových potažmo korunových dluhopisů tlumit, věříme, že ve výsledku budou ceny obligací zejména delších splatností během příštího roku klesat.

### Dluhopisový trh Polsko / Turecko

**U výhledu polského dluhopisového trhu je výraznou změnou výsledek parlamentních voleb z konce října.** Velmi reálná možnost, že se obnoví cyklus poklesu sazeb s tím, jak se v lednu / únoru 2016 vymění podstatná část osazenstva centrální banky, společně s tím, že pokračují a budou nadále pokračovat odkupy dluhopisů ECB, vytváří do dalších měsíců tlak na pokles výnosů. Proti tomu však stojí hrozba, že nová jednobarevná vláda populistické strany Právo a spravedlnost zrealizuje všechny svoje předvolební sliby bez adekvátního zvýšení příjmů, čímž ohrozí fiskální důvěryhodnost Polska. V nejbližších měsících bude dle nás čistý efekt těchto faktorů pro ceny dluhopisů v nejlepší případě nulový, spíše však negativní.

**Turecké dluhopisy jsou na dvouciferných výnosech relativně lákavě oceněny, zvýšená rizika však trvají.** Se slábnoucí ekonomikou asi inflace nakonec klesne, doufat, že se tak stane v takovém rozsahu, aby to umožnilo centrální bance významně snížit sazby je však vzhledem k hodně setrvačným inflačním očekáváním a obecně historii turecké inflace velmi riskantní. FED nejspíš v prosinci měnovou politiku utáhne, a i když nepředpokládáme výraznou reakci (výhledové zvyšování sazeb Fedu bylo již delší dobu do tržních cen zahrnováno), riziko výprodejů aktiv rozvíjejících se trhů, zejména těch s nerovnováhami, existuje. Obecnou nejistotu dále zvyšuje konflikt v Sýrii a s Ruskem – ruské sankce za sestřelení letadla se můžou na turecké ekonomice nepříjemně podepsat. Dohromady to tak pro dluhopisy dává mírně pozitivní obrázek, ale s vysokou dávkou nejistoty.

### 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 příliš slabé** (slabá je tedy i koruna, ale té brání posilovat ČNB). Fundamentálně pokládáme za podhodnocený polský zlotý, vzhledem k FEDu a nejistotě kolem fiskálních kroků nové polské vlády se však výraznějšího posílení v nejbližších měsících nejspíš nedočkáme a PLN zůstane výrazně nad úrovní 4,20.

**U CZK ani v roce 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 nedávají smysl. Dlouhodobě jsme však na korunu pozitivní a fundamentálně vidíme prostor k posílení až k 25 korunám.





## Aktiový trh

I po zasedání ECB začátkem prosince se nemění nic na tom, že **jsou akciové trhy** ve srovnání s jinými druhy finančních aktiv nadále **atraktivní třídou aktiv**. Zlepšující se trh práce a rostoucí důvěra spotřebitele by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank, přičemž ohodnocení burzovně obchodovatelných společností není vysoké. Z historického hlediska se ani nic nemění na tom, že stále **nízké požadované výnosy** u většiny státních **dluhopisů ztraktivňují investice do akcií**. V případě pokud by došlo k odklonu investorů od nízkou úročených dluhopisů, nejvíce zajímavou alternativou pro zainvestování získaných prostředků by byly právě akcie.

Mezi rizika pro akciové trhy můžeme nadále řadit dluhové problémy periferních států eurozóny a Japonska, neočekávané kroky centrálních bank, skokový růst cen komodit nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Sýrii a Iráku. V následujících čtvrtletích budeme pravděpodobně svědky zvýšené volatility.

**Atraktivnost většiny středoevropských akcií** v současné době spočívá spíše v **dividendových výnosech**. V Polsku vítěz parlamentních voleb strana PiS zvažuje zrušení druhého penzijního pilíře, což může v očích investorů snižovat budoucí očekávané zisky. Zároveň dochází k potvrzování předvolebního programu, který počítá se zavedením sektorových daní u bankovního nebo retailového sektoru. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme Fortunu a Pivovary Lobkowicz Group. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal, zpracovatel masa Tarczynski nebo výrobce těžebního zařízení Famur. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie 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](http://www.conseq.cz).

### PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

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