



Akciové indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = posílení)		Komodity	
USA – S&P 500	2,22 %	USA	-0,12 %	EUR/USD	-1,42 %	Ropa Brent	6,66 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,82 %	Evropa	1,10 %	USD/CZK	0,16 %	Zemní plyn	-3,69 %
Japonsko – Nikkei 225	8,13 %	ČR	-1,99 %	EUR/CZK	-1,25 %	Sil. elektřina	5,10 %
MSCI Emer. Markets	3,45 %	Polsko	0,21 %	EUR/PLN	-1,71 %	Zlato	-0,86 %
ČR – PX	1,96 %	Maďarsko	0,55 %	EUR/HUF	-0,11 %	Stříbro	0,10 %
Polsko – WIG30	0,90 %	Turecko*	-2,20 %	EUR/TRY	4,91 %	Měď	5,82 %
Maďarsko – BUX	6,22 %	* BofA Merrill Lynch index					

ŘÍJEN V KOSTCE

Klíčové události ve světě

- Americká centrální banka (Fed) od října začala se snižováním své bilance, jež od globální finanční krize narostla na 4,5 bilionu dolarů, a to tím, že bude snižovat reinvestice maturujících dluhových cenných papírů.
- Evropská centrální banka (ECB) na konci října oznámila, že od ledna příštího roku sníží objemy nákupů dluhopisových aktiv z 60 mld. eur měsíčně na 30 mld. eur. Program odkupu aktiv (kvantitativní uvolňování) bude přitom pokračovat minimálně do září příštího roku.
- Na tyto kroky obou klíčových centrálních bank byly finanční trhy dobře připraveny, a tudíž na trzích rizikových aktiv (akcie, korporátní dluhopisy, komodity) nezpůsobily žádnou negativní reakci.
- V Pekingu proběhl 19. sněm Komunistické strany Číny. Žádných zásadních překvapení jsme se nicméně nedočkali. Sjezd potvrdil v čele země na dalších pět let generálního tajemníka strany a prezidenta Si Ťin-pchinga, jenž si zároveň vytvořil prostor pro možné třetí funkční období.
- Ekonomika USA potvrdila výbornou kondici, když první odhad růstu HDP za třetí čtvrtletí dosáhl 3,0 % (mezikvartálně a anualizovaně) oproti očekávání analytiků ve výši 2,6 %.

Vývoj na finančních trzích

- Americký dolar posiloval vůči euru o 1,4 %.
- Koruna vůči euru posílila o 1,2 % na 25,67 CZK/EUR a vůči dolaru oslabila o 0,3 % na 22,06 CZK/USD.
- Globální akciové trhy pokračovaly v růstu a připsaly si zhodnocení 2,0 % (dle indexu MSCI All Country World).
- Dařilo se především japonským akciím (Nikkei +8,1 %), tureckým akciím (BIST 100 + 7,0 %) a maďarským akciím (BUX + 6,2 %).
- Index pražské burzy PX posílil o 2,0 % na 1066 bodů.
- České státní dluhopisy pokračovaly v poklesu, když v průměru oslabily o 2,0 %. Pokles se přitom týkal zejména emisí delších splatností.
- Polské a maďarské státní dluhopisy mírně posilovaly, zatímco turecké státní dluhopisy oslabily o 2,2 %.
- Dařilo se korporátním dluhopisům; eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 1,0 % a spekulativního stupně o 1,1 %.
- Ropa Brent výrazně posílila o 6,7 % na 61 dolarů za barel a dostala se tak na nejvyšší úroveň za poslední 2,5 roku.

Co jsme dělali v našich investičních portfoliích?

- Žádné významné změny v asset alokaci investičních portfolií jsme neučinili.
- I nadále zůstáváme nadvážení v akciích a podvážení v dluhopisech.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets).
- V rámci dluhopisové složky i nadále preferujeme korporátní dluhopisy oproti českým státním dluhopisům.



ŘÍJEN V KOSTCE

Jaký je náš investiční výhled na následující období?

- Naše očekávání do příštích měsíců jsou opatrně pozitivní.
- Akcie by měly i nadále růst, byť jenom mírně, díky výborné dynamice korporátních zisků a velice solidní dynamice světové ekonomiky.
- I nadále vidíme zajímavý investiční potenciál v korporátních dluhopisech, investičního i neinvestičního stupně, které stále nabízejí slušnou výnosovou prémii oproti státním dluhopisům, byť je již momentálně z historického srovnání poměrně malá.
- České státní dluhopisy budou pravděpodobně i nadále oslabovat, i když mírnějším tempem než v uplynulých dvou měsících.
- Vzhledem k vyplnění našeho očekávání ohledně poklesu cen českých státních dluhopisů tento trh nyní bedlivě sledujeme a nevylučujeme, že v následujícím období do investičních portfolií české státní dluhopisy na atraktivních cenových úrovních opět nakoupíme.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

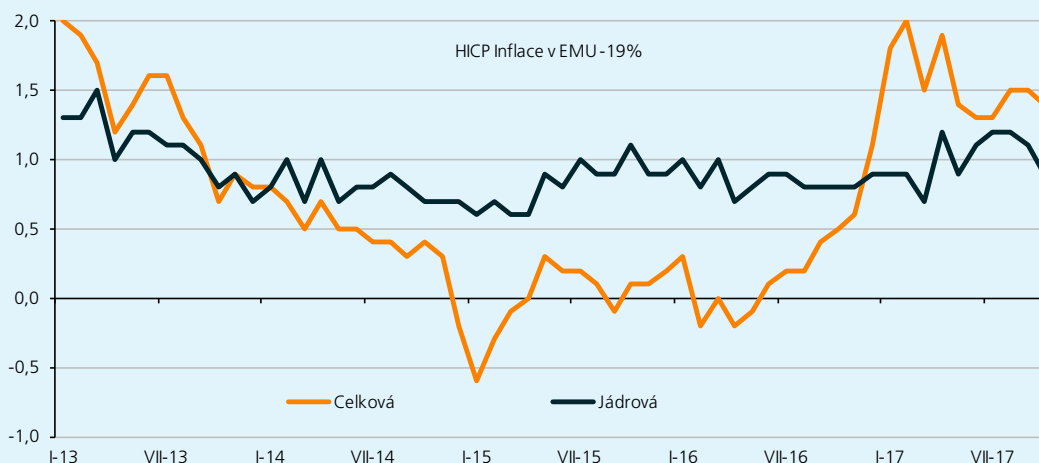
EMU

Navzdory pokračujícímu solidnímu růstu i zlepšujícímu se trhu práce zůstává inflace velmi nízká. ECB tak hodlá i v dalším roce pokračovat v uvolňování měnové politiky, byť ve srovnání se současností o něco pomalejším tempem.

První růstová data za třetí čtvrtletí ukázala, že evropská ekonomika oproti druhému čtvrtletí zpomalila jen nepatrně. Podle prvních dat totiž rostla o 0,6 % q/q, tj. jen o 0,1 p. b. pomaleji než ve čtvrtletí druhém, přičemž jak Francie (0,5 % q/q), tak Španělsko (0,8 % q/q) jako dvě velké ekonomiky, které již data z předcházejícího čtvrtletí zveřejnily, si udržely solidní tempo růstu (růst za zbylé dvě velké země – Itálie a Německo – bude zveřejněn až po uzávěrce tohoto materiálu). Struktura růstu EMU prozatím zveřejněna nebyla, z francouzských dat však plyne, že se jednalo o růst opět primárně hnaný domácí poptávkou. Ve Francii totiž domácí poptávka přidala dalšího 0,5 % q/q (po růstu o 0,3 % q/q ve 2Q17) a investice vzrostly o 0,8 % q/q (vs. 1 % q/q ve 2Q17); čistý export přispěl k růstu negativně, evidentně reflektuje silnou domácí poptávku a možná i silnější euro. Růst ve třetím čtvrtletí tak naznačuje, že evropská ekonomika s vysokou pravděpodobností i v letošním roce (podobně jako v roce minulém) zaznamená o něco rychlejší růst než ekonomika americká (i když letos jen díky slabému prvnímu čtvrtletí v USA). Navíc, vzhledem k tomu, že v posledních čtvrtletích došlo mezi prvním odhadem růstu a jeho finálním výsledkem vždy k vzestupné revizi, je možné, že finální data budou ještě o něco lepší než ta první.

Ani výhled pro stávající kvartál není zlý. Podobně jako v minulých měsících totiž předstihové indikátory naznačují, že solidní růst ekonomiky pokračuje, byť tedy určitě ne tempem, na něž některé z nich ukazují. Spotřebitelská důvěra i německý IFO index jsou nadále na úrovních, které – pokud by se měly vyplnit historické vztahy – ukazují na růst tempem 4,5 % r/r pro Německo a skoro 3,5 % r/r v EMU. Tyto indikátory však už nějakou dobu skutečný růst nadhodnocují; lepším prediktorem tak jsou **indexy PMI, které nadále ukazují na růst tempem 0,5–0,6 % q/q, tj. 2,5 % r/r.**

Jádrová inflace nadále velmi nízká, solidnímu růstu a zlepšení trhu práce navzdory





HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Navzdory silnému růstu ekonomiky a dalšímu zlepšení trhu práce (míra nezaměstnanosti klesla v září poprvé od roku 2009 pod 9 %) se však **inflace nadále drží velmi nízko**. Dle prvních dat za říjen její jádrová složka dokonce poprvé od května letošního roku klesla pod 1 % (na 0,9 %) a obecně zůstává bez trendu; celková inflace také poklesla, byť kvůli růstu cen potravin jenom mírně (z 1,5 % v září na 1,4 % v říjnu).

Ve světle tohoto pomalého inflačního vývoje se pak jeví jako správné rozhodnutí ECB na zasedání koncem října.

Na něm banka snížila objem (v rámci programu kvantitativního uvolňování) nakupovaných aktiv, a to z 60 na 30 mld. EUR měsíčně počínaje lednem 2018 a konče nejdříve zářím 2018. Kromě tohoto zmírnění tempa uvolňování politiky už moc nového centrální banka neřekla. Jen zopakovala předchozí sliby, že bude reinvestovat maturující dluhopisy, že sazby zůstanou dlouho po skončení programu odkupu aktiv nízké, že snížení tempa odkupu není nezvratné. Z následující tržní reakce (dolar, výnosy, viz níže) však bylo zřejmé, že trh čekal naznačení ambicióznějšího záměru neutralizace superuvolněné měnové politiky ECB.

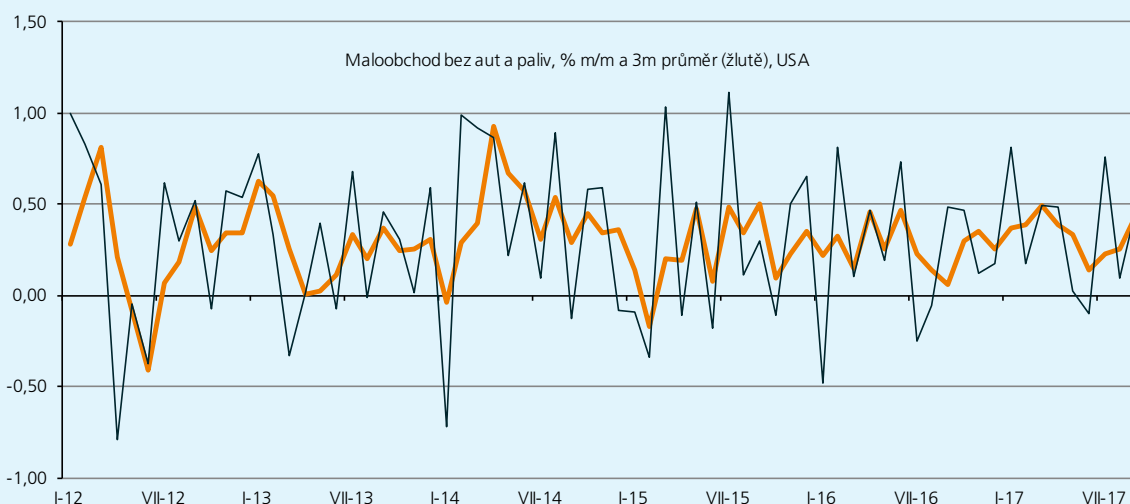
USA

Ekonomika pokračuje v solidním růstu a trh práce se dále zlepšuje, na inflaci však ani jedno z toho stále není vidět.

Dle prvních dat rostla americká ekonomika ve třetím čtvrtletí o 3 % q/q anualizovaně, tj. o něco málo rychlejším tempem než na opačné straně Atlantiku v eurozóně. Hlavním pozitivním faktorem růstu byly jako v minulosti výdaje domácností na spotřebu (příspěvek 1,6 p. b.), za nimi pak hrubé fixní investice (příspěvek necelý 1 p. b.), u nichž však šlo primárně o vliv růstu zásob (příspěvek 0,7 p. b.). Díky pozitivnímu příspěvku dovozů pak přispěl k růstu pozitivně (0,4 p. b.) i čistý export, a to rozsahem neviděným od konce roku 2013.

Vzhledem k dostupnosti prvních dat o růstu celé ekonomiky ve třetím čtvrtletí nebyla zářijová data z reálné ekonomiky až tolik zajímavá. **Průmyslová produkce** se vzpamatovala z hurikánu Harvey, který ji negativně ovlivnil v srpnu, nicméně jenom částečně: po poklesu o (nahoru revidovaných) 0,7 % v srpnu vzrostla o 0,3 % m/m (u zpracovatelské komponenty byly srpnové a zářijové výsledky -0,2 % a +0,1 % m/m). I po očištění o tyto jednorázové efekty je však od počátku léta evidentní ztráta dynamiky. **Maloobchodní tržby** vzrostly nejvýraznějším tempem (1,6 % m/m) za dva a půl roku, to však bylo primárně způsobeno kategorií osobních vozidel, kde docházelo k obměňovacím nákupům po škodách, které na automobilech způsobily hurikány Harvey a Irma. Bez aut a bez paliv byl růst mnohem pomalejší, každopádně i tak velmi solidní (0,5 % m/m). Poptávka domácností tak i koncem třetího čtvrtletí zůstala pilířem růstu americké ekonomiky, nicméně – což je z pohledu Fedu nejdůležitější – neurychlila a neurychluje: průměrným tempem kolem 0,2-0,3 % m/m rostou tržby bez paliv a bez aut již dobré tři roky.

Maloobchodní tržby rostou nadále solidně, ale jejich růst už dlouhou dobu nijak neurychluje





HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je nadále ve výborném stavu a i dle alternativních měr nezaměstnanosti začíná vykazovat stav plné zaměstnanosti. V říjnu americká ekonomika vytvořila v soukromém sektoru 252 tis. pracovních míst, což přišlo po slabém zářijovém výsledku (15 tis.), který byl ale ovlivněn hurikány. Oficiální míra nezaměstnanosti klesla na 4,1 %, její nejširší ukazatel (tzv. U6, zahrnující např. ty, kteří pracují méně hodin, než by chtěli, či kteří už nehledají práci, protože nevěří, že nějakou najdou) poklesl na úroveň prosince 2006 (7,9 %), tedy poprvé za 11 let pod hranici 8 %. To jsou úrovně, kde by se poptávková inflace objevit mohla.

Zatím tomu tak ale není. Jádrová PCE inflace, tedy ta, ve které je stanovený cíl Fedu, v září zůstala na srpnové hodnotě (1,3 %), což je nejnižší hodnota od října 2015, tj. od doby, kdy se Fed jen blížil k prvnímu zvýšení sazeb. Od letošního února tak jádrová inflace klesla o 0,6 p. b., přičemž však Fed za tu dobu stihl sazby zvýšit dvakrát (16. března a 15. června) s odůvodněním, že inflace bez takového zásahu bude růst nad 2 %.

Fed na svém zasedání na přelomu října a listopadu ponechal sazby beze změny a v zápisu přiznal, že jádrová inflace je stále nízká. To bylo v protívážce proti tvrzení, že ekonomická aktivita nadále pokračuje v solidní expanzi, a to i navzdory hurikánům, a že se trh práce dále zlepšuje. Zatímco zmínka o nízké jádrové inflaci znamená, že by Fed s dalším růstem sazeb pospíchat neměl, velebení růstu a zdraví trhu práce pak znamená přesný opak. Poslední zasedání v letošním roce (12.–13. 12.) tak zdaleka není rozhodnuté, i když subjektivně vnímáme o něco vyšší pravděpodobnost, že v rozhodování Fedu převládne silný trh práce a silný ekonomický růst nad nevysvětlitelně nízkou inflací.

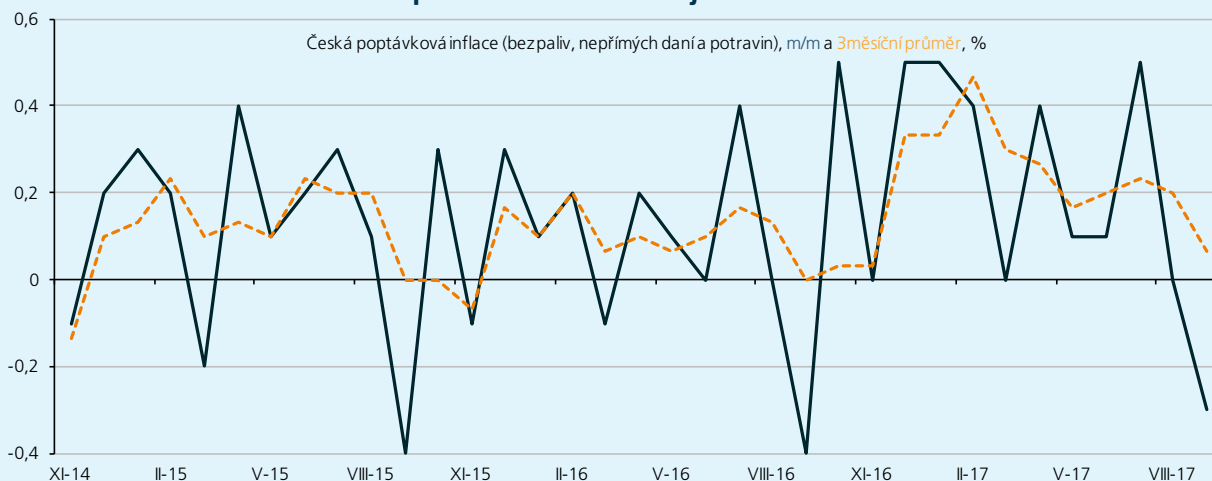
CEE 3

ČR

Předstihové indikátory naznačují silný růst průmyslu ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku; poptávka domácností je, zdá se, naopak už za svým cyklickým vrcholem. Poptávková inflace atakuje 3 %, ČNB však očekává jenom pomalý růst sazeb v příštím roce.

Finální data o růstu HDP ve 2. čtvrtletí nepřinesla žádné překvapení, růst byl potvrzen na 2,5 % q/q (4,7 % r/r) a i struktura růstu zůstala stejná. Jedinou novou informací tak byl pokles míry úspor domácností na 10,9 %, což bylo o 0,3 p. b. níže než ve druhém čtvrtletí roku 2016, a co je ještě důležitější, čtyřkvartální průměr se tak dostal nejnižší od roku 2005. Z tohoto pohledu se jeden kanál, který podporoval akceleraci poptávky domácností, již dle nás vyčerpal – teoreticky je sice možné, aby míra úspor klesla i výrazně pod stávající úrovně, v prostředí českých domácností je to však krajně nepravděpodobné (české, německé a švýcarské domácnosti patří k těm s nejvyšší mírou úspor v EU).

Poptávková inflace atakuje 3 %





HLAVNÍ UDÁLOSTI

Z měsíčních dat bylo nejdůležitější zklamání u maloobchodních tržeb. Ty po slabém červenci zklamaly i v srpnu, když meziroční tempo růstu o 3,7 % znamená, že průměr za první dva měsíce druhého pololetí je toliko 3,1 %, tedy podstatně méně než průměr v prvním pololetí (6 %). Největší měrou se na zpomalení podílely prodej aut a prodeje mimo sektor paliv a potravin (kde však růst o 5,6 % r/r v srpnu zdaleka není slabý). Průmyslová produkce v srpnu výrazně vzrostla (14,3 % m/m), to však po velkém propadu v předcházejícím měsíci způsobeném dovolenými v automobilkách. Meziroční růst celého průmyslu dosáhl 5,9 %, ve zpracovatelském sektoru pak 5,2 % (průměr v posledních třech měsících končících v srpnu dosáhl ve zpracovatelském průmyslu 5,5 % r/r). Vzhledem k výraznému zlepšení indexu PMI v září i v říjnu (58,5, tj. nejvýše od dubna 2011) se dá očekávat, že průmysl zakončí letošní rok s výborným výsledkem.

Poptávková inflace (inflace bez nepřímých daní, cen potravin a paliv) i měnověpolitická inflace v září vzrostly shodně na 2,8 %, což zpečetilo zvýšení sazeb ČNB na zasedání počátkem listopadu. Po zpomalení v první polovině roku od léta urychluje i měsíční dynamika jádrové inflace, i když zde se částečně zrcadlí urychlující ceny paliv.

Nebylo tak překvapením, že **ČNB na svém zasedání koncem měsíce přistoupila k druhému letošnímu zvýšení sazeb** – klíčová dvoutýdenní repo sazba ČNB se tak nyní nachází na 0,5 %. Samotné zvýšení bylo v podstatě jisté již po zasedání v září, na kterém se o podobném návrhu rovněž hlasovalo a kde tento návrh neprošel jen nejtěsnějším rozdílem (3 hlasy pro, 4 proti). Co na listopadovém zasedání ale překvapilo, byla nová prognóza. Zde trh i vzhledem k vyjádřením některých bankéřů (např. V. Benda, který navrhoval růst sazeb do letošních Vánoc na 1 %) očekával agresivnější růst sazeb, než jaký nakonec prognóza přinesla – nová prognóza totiž čeká v podstatě jenom o něco málo více než jedno zvýšení sazeb v příštím roce. Většina analytiků na trhu přitom očekává růst sazeb dvakrát či třikrát (50–75 b. b.).

POLSKO

V Polsku je příběh stejný jako v ČR – poptávka domácností i průmysl jsou tahounem ekonomiky. Rozdíl je v přístupu polské centrální banky, ovšem i ona už ve světle růstu přece jenom lehce znervózňuje.

Polská ekonomika pokračuje, jako další středoevropské ekonomiky, v silném růstu. Růst za třetí čtvrtletí sice zatím neznáme ani odhadem, zdá se však, že bude podobně dobrý jako ve čtvrtletí druhém.

Po dvou silných růstech v červenci (0,6 % m/m) a v srpnu (1,2 % m/m) sice **maloobchodní tržby** v září podle očekávání klesly, nicméně jenom mírně (–0,3 % m/m); meziroční reálné tempo růstu urychlilo z 6,9 % v srpnu na 7,5 % v září. Nadále je tento růst tržeb odrazem jak růstu mezd, tak trhu práce. **Růst mezd v září dosáhl 6 % r/r**, míra nezaměstnanosti pak opět poklesla a dosáhla nového historického minima (6,8 %); na nové historické minimum (7,2 %) se pochopitelně dostala i sezonně očištěná hodnota míry nezaměstnanosti. Poptávka domácností tak zůstala pilířem růstu ve třetím čtvrtletí. **Průmyslová produkce** (očištěná o sezonnost) vzrostla v září o 7 % r/r, což je v souladu s tempem předchozích měsíců (průměr za leden až srpen je 6,2 %). V příštích měsících by se pak průmyslu mělo vést dobře, ale na rozdíl od ČR nenaznačuje index PMI urychlení tempa růstu. Index PMI totiž zůstal v říjnu poblíž zářijové hodnoty, když dosáhl 53,4 (v září 53,7).

Naopak inflační obrázek se v září skokově změnil. Inflace očištěná o vliv cen potravin a cen energií se po poklesu až na srpnových 0,7 % r/r v září zvýšila a dosáhla 1 %. Na 2,2 % ze srpnových 1,8 % poskočila i celková inflace, což bylo primárně odrazem urychlení růstu cen potravin (5,3 % r/r).

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v říjnu dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %, a to navzdory skoku v dynamice jádrové inflace. V zápisu ze zasedání se sice neobjevily žádné náznaky obav centrální banky z inflačního vývoje – MPC očekává, že inflace zůstane i navzdory silnému růstu mezd nízká, a trvá na tom, že rizika přestřelení inflačního cíle jsou malá –, jisté posuny jestřábím směrem však viditelné byly. Guvernér Glapinski sice zopakoval, že (také) vzhledem k tomu, jak vysoko polské sazby ve srovnání s okolními zeměmi jsou, nevidí důvod přehodnocovat svůj postoj, že sazby by měly zůstat neměnné do konce roku 2018, kolem něj se však během října objevilo hned několik jestřábů. Členka MPC Grazyna Ancyparowiczová například vidí jako ideální čas k diskusi o utažení politiky již polovinu příštího roku (hlavně z důvodu mzdového vývoje), její kolega Jerzy Osiatyński, doposud považovaný za spíše holubičího člena rady, se také přiklonil k dřívějšímu utažení, než jaké navrhuje guvernér. Člen MPC Lukasz Hardt dokonce volal po utažení již počátkem roku 2018 (pokud bude inflace dále růst).



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Centrální banka nadále ignoruje silný růst maďarské ekonomiky a i pomalu vztlínající inflaci.

Ani v Maďarsku jsme na začátku listopadu neznali odhad růstu ekonomiky ve 3Q17, zdá se však, že byl solidní. Maloobchodní tržby jsou totiž nadále dobré, byť slabší, než by se vzhledem ke stavu trhu práce, tempu růstu mezd a inflaci dalo čekat, a rovněž slabší než v Polsku či v ČR. Dle finálních dat totiž vzrostly maloobchodní tržby v srpnu jen podobným tempem (4,4 % r/r) jako v předcházejících několika měsících. Ačkoliv takový výsledek není vysloveně slabý, vzhledem k vývoji trhu práce a mezd bylo (je) namístě čekat mnohem rychlejší růst. **Nezaměstnanost** totiž v červenci až září dosáhla nového historického minima (4,1 %) a růst mezd je nadále výrazně dvouciferný (13,1 % r/r), když se zde stále zrcadlí lednový růst minimální /zaručené mzdy (o 15 %, resp. 25 %). Maloobchod by tak z dobrých důvodů měl růst rychleji než v ČR i v Polsku, přitom však opak je pravdou.

Průmyslová produkce se po červencovém poklesu o 4,1 % m/m, způsobeném odstávkou výroby v automobilkách, v srpnu zvedla o 5,5 %. Roční tempo tak dosáhlo 6,7 % r/r, což je nejrychlejší meziroční tempo růstu od letošního března, a výrazně nad průměrným tempem růstu v prvních 7 měsících letošního roku (5 %). Hodnota indexu PMI pak naznačuje, že pokračování tohoto růstu v dalších měsících letošního roku je hodně pravděpodobné – index PMI sice oproti září (59,3) v říjnu mírně zvolnil, hodnota 58,3 však stále indikuje růst průmyslu tempem 7,5 % r/r.

Celková inflace v září oproti srpnu 2017 kvůli cenám potravin mírně zpomalila (z 2,6 % na 2,5 %), podstatnější však bylo, že na 2 %, tj. nejvýše od prosince 2012, se dostala poptávková inflace. Ta je tak o 0,5 p. b. vyšší než v září 2016 (a také než v dubnu letošního roku). **Maďarská centrální banka (MNB)** se však tímto trendem posledních několika měsíců stále nenechává znepokojovat, a i když v říjnu (po měnově-politickém uvolnění v září) s nastavením měnové politiky nic neudělala, zůstává ve výrazně holubičím naladění. Trvá totiž stále na tom, že je připravena uvolnit politiku, akcentuje rizika směrem dolů pro inflaci apod. Vzhledem k holubičímu výsledku zasedání ECB bychom se nedivili, kdyby v nejbližších měsících skutečně s dalším uvolněním měnové politiky přišla, byť to s ohledem na stav a výhled maďarské ekonomiky nedává smysl.

Ropa

Ropa (WTI) pokračovala v růstu ze září, během října vyrostla až na dohled 55 dolarů za barel, tj. nejvýše od letošního února; začátkem listopadu se pak přes tuto hranici přehoupla a dostala se nejvýše od léta 2015. Důvodem byla jak eskalace napětí mezi Kirkúkem a Bagdádem, tak vyšší míra dodržování omezení těžeb ze strany OPECu a dohady, že se na nadcházejícím setkání OPEC ve Vídni (30. 11.) podaří prodloužit domluvené omezení i za březen 2018, kdy stávající dohoda vyprší.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Vyspělé akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu. Americké akcie si připsaly slušné 2,2 % (měřeno indexem S&P 500). K dobrým výsledkům přispěl relativní klid na trzích s minimální volatilitou. Bez zásadních kurzotvorných zpráv se investoři soustředili na probíhající výsledkovou sezonu za třetí čtvrtletí. Výrazně pozitivních překvapení na úrovni čistých zisků jsme se dočkali například u společností Amazon, Caterpillar, General Motors, Goldman Sachs, Ford, Intel, Michael Kors nebo Google (Alphabet). Růstový trend akcií neovlivnilo ani vyšetřování blízkých spolupracovníků prezidenta Trumpa ohledně jejich napojení na Rusko. Evropské akcie si připsaly také téměř 2 %, když se evropský index DJ STOXX 600 podíval na svá dvouletá maxima. Výsledková sezona za uplynulé čtvrtletí teprve začíná, a tak byla většina pozitivní výkonnosti tažena globálním pozitivním sentimentem panujícím na akciových trzích. Pomohlo i relativní uklidnění ohledně možného osamostatnění Katalánska.

CECE Composite



Středoevropským trhům se v říjnu dařilo. Nejvyšších zisků dosáhl maďarský index BUX (6,2 %). Po ztrátě v měsíci září vzrostly akcie banky OTP o téměř 9 %, následovány valuačně levnou ropnou společností MOL. K solidním 2 % českého indexu PX po dobrých kvartálních výsledcích výrazně přispěly akcie mediální skupiny CME a akcie chemické společnosti Unipetrol. Právě akcie Unipetrol jsou prozatím letošním výkonnostním premiantem na pražské burze, k čemuž přispěly především nízké hodnotové ukazatele ve spojení s velice dobrými rafinérskými a petrochemickými maržemi. Šestiprocentní ztrátu předvedly akcie Pegas Nonwovens, jež momentálně vyklesávají na základě nejistoty ohledně budoucího vykoupení zbylých akcií fondem R2G. Polský index WIG30 si připsal také 2 %. Po představení nového řešení půjček denominovaných ve švýcarských francích se nejlépe vedlo bankovnímu sektoru (Bank Millennium 13,8 %, mBank 9,9 %, PKO Bank 9,7 %). Se stále nízkými cenami ropy, a tudíž vysokými rafinérskými maržemi skončily výrazně v zisku akcie PKN Orlen a Lotos.

Akcie na rozvíjejících se trzích připsaly v souhrnu v říjnu 3,45 % (index MSCI Emerging Markets, v USD) a pokračují tak ve výborných letošních výsledcích. Nejlépe se dařilo asijským akciím, konkrétně v Indii (+ 6,17 %), Jižní Koreji (+ 5,39 %) a v Číně (+ 4,44 %). Trhy ženou vzhůru optimistická očekávání budoucího vývoje, podporovaná solidními makroekonomickými daty, a také relativně příznivé valuační, obzvláště ve srovnání s vyspělými trhy. Latinská Amerika si vybrala tento měsíc oddech. Brazílské akcie skončily měsíc beze změny, mexické dokonce odepsaly 3,42 %.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Během října došlo k poklesu výnosů podél celé německé výnosové křivky, a to rozsahem 5–10 b. b. Důvodem bylo zasedání ECB, jež bylo více holubičí, než jaká byla tržní očekávání. Desetileté výnosy se tak vrátily k hladině 35 b. b., tj. nejnižší od poloviny září letošního roku. Na druhé straně Atlantiku výnosy v první polovině měsíce stagnovaly (na desetileté splatnosti na úrovni kolem 2,35 %), poté se – v předvečer zasedání Fedu – vyšplhaly až na dohled 2,5 %. Vzhledem k tomu, že zasedání nic nového nepřineslo a že Fed neřekl jasně, že v prosinci sazby zvýší, a ani nenaznačil, že se v roce 2018 chystá v dalším utahování politiky pokračovat bez ohledu na nynější vývoj inflace, výnosy ke konci měsíce opět zamířily ke 2,35 %.

Firemní dluhopisy

Korporátním dluhopisům investičního i spekulativního stupně se během října dařilo. Byť trochu nejistoty vnesla eskalace politického rizika ve spojitosti s katalánským referendem a následným vývojem, oznámené prodloužení programu odkupu dluhopisů Evropskou centrální bankou a potvrzení výhledu stability měnověpolitických sazeb v delším období opět podpořily nákupní apetit a kreditní marže znovu klesaly. Nejvíce se přitom logicky dařilo dluhopisům evropských firem, v menší míře se utahovaly marže také amerických korporací, též za pomoci rostoucích cen ropy.

Kreditní marže na trhu CDS během listopadu klesaly v obdobném rozsahu jako marže firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 7 bodů na 50 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral 28 bodů na hodnotu 225 bodů.

Dluhopisový trh ČR

Během října pokračoval razantní růst vládních výnosů (pokles cen), který započal začátkem září. Jednoznačnou příčinou zůstávala měnová politika České národní banky, která během celého měsíce ústy svých představitelů vysílala jestřábí signály, které si trh vyložil tak, že se chystá výrazné zvyšování sazeb v dohledné době. Desetileté výnosy tak vrostly až k 1,8 %, kde nebyly od poloviny roku 2014, dvouleté se dostaly na dohled 0,3 % (přičemž ještě v září byly hluboko v záporu); riziková prémie nad německými dluhopisy se tak roztáhla na nejvyšší hodnotu od roku 2011. Až na samém konci měsíce s tím, jak prognóza ČNB vyzněla výrazně mírněji, než trh čekal, došlo na dluhopisových výnosech ke korekci – desetileté výnosy klesly zhruba o 15 b. b. na 1,65 %.

Dluhopisový trh Polsko

Polská výnosová křivka v říjnu zvýšila svůj sklon – dařilo se dluhopisům kratších splatností, naopak ceny dlouhodobých obligací dále mírně klesaly. Prvně zmíněným se dařilo i přes relativně jestřábí vyjádření některých členů MPC a vzestup inflace. Na dlouhém konci požadované výnosy mírně vzrostly, rozsahem se však pohyby nevymykaly běžnému technickému obchodování (do 10 b. b.). Polská výnosová křivka tak je poměrně stabilní – desetileté výnosy byly na konci října na úrovni dubna letošního roku, dvouleté dokonce o cca. 35 b. b. nižší.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

Turecký obligační trh se během října dostal pod silný prodejní tlak a cenové propady vládních dluhopisů akcelerovaly. Spouštěcím mechanismem byla politická roztržka Turecka se Spojenými státy, jež vyústila v oboustranné přerušení vydávání víz mezi těmito zeměmi. To ještě více rozdmýchalo geopolitickou nejistotu a vedlo k redukcí držby tureckých aktiv zahraničními investory – vedle cen vládních dluhopisů také citelně oslabil měnový kurz TRY. Tržnímu sentimentu nikterak nepomáhal ani inflační obrázek, zejména pokračující citelný nárůst jeho jádrové složky. Centrální banka k žádné reakci na tento vývoj v nastavení měnové politiky prozatím nepřistoupila, byť akcentovala připravenost měnověpolitické nastavení utáhnout v případě dalšího růstu inflačních tlaků. Výnosová křivka v tomto negativním prostředí výrazně stoupla a zvýraznila inverzní tvar, růst výnosů se pohyboval mezi 80–110 bps.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru v říjnu posílil, a dle našich očekávání tak pro delší dobu pravděpodobně padla varianta proražení hranice 1,20. Klíčovým důvodem bylo samozřejmě zasedání ECB, které nepřineslo trhem vyhlížené jestřábí poselství. Koncem října se tak dolar proti euru obchodoval jenom lehce nad hranicí 1,16.

Koruna proti euru v říjnu kontinuálně posilovala, a to až k hranici 25,60. Zčásti byla důvodem tržní očekávání, že na svém listopadovém zasedání ČNB nejenom zvýší sazby, ale že přehodnotí jejich výhled pro další měsíce výrazně nahoru. Nebyl to však zřejmě jediný důvod, respektive trh prognóze ČNB moc nevěřil – ani poté, co ČNB představila hodně holubičí prognózu vývoje sazeb v roce 2018, se totiž na trhu žádná podstatná korekce neodehrála. Koruna proti euru oslabila po zasedání pouze o 10–15 haléřů. Vůbec nijak se na ní nepodepsaly parlamentní volby, které skončily patem a které znamenají buď velmi zdouhavá jednání o nové vládě, anebo menšinovou vládu ANO, která však bude – podobně jako jakákoliv jiná menšinová vláda – inherentně nestabilní a neakceschopná.

U polského zlatého jsme v říjnu prošli korekcí oslabování ze září – polský zlatý během první poloviny října posílil až ke 4,22, ve druhé polovině měsíce pak už jenom mírně oslabil na 4,25. Podporu zlatému poskytovaly solidní makroekonomické údaje a množící se náznaky posunu konsenzu ve vedení centrální banky směrem k dřívějšímu utažení měnové politiky.

Maďarský forint byl v říjnu jako na houpačce. V první polovině měsíce se nejdřív podíval až pod hranici 308, ve druhé však znovu oslabil přes 310. Ve druhé polovině měsíce mu opět klacky pod nohy házela tvrdošijně holubičí centrální banka.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Akcelerace poklesu cen českých státních dluhopisů, jež vedla k výraznému růstu požadovaných výnosů do splatnosti v uplynulých dvou měsících, naplňovala naše očekávání a potvrdila správnost velmi konzervativní durační strategie (výrazného podvážení vládních dluhopisů obecně a zejména těch se střední a delší splatností). Tímto pohybem se minimálně v krátkodobějším výhledu výnosy českých dluhopisů dostaly v případě středních a delších splatností na úroveň, kde by námi očekávaný ekonomický vývoj v dalších měsících mohl iniciovat růstovou korekci cen.

Domníváme se, že inflace zdaleka nebude v dalších několika kvartálech takovým problémem, jak ji vidí trh. Navíc, i samotná ČNB dala trhům na posledním zasedání bankovní rady jasnou zprávu, že s rychlým růstem sazeb nyní nepočítá. Výnosy by tak později, po určitém ztlumení inflační dynamiky, která by se opět měla více přiblížit inflační dynamice eurozóny, měly tento skutečný, ne tak jestřábí přístup ČNB reflektovat a přestat věřit v sérii rychlých zvýšení sazeb na přelomu letošního a během příštího roku. To byl přitom klíčový faktor, jenž vyhnal dluhopisové výnosy v posledních 2 měsících výrazně vzhůru.

Tento fundamentální výhled však komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v září dokonce dále vzrostl podíl dluhopisů držených nerezidenty na 44,6 % všech a 51,4 % korunových dluhopisů. Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a dalšímu propadu cen domácích dluhopisů. Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice byl tlumen obnovením zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však s určitým zpožděním.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh Polsko

Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými narostla během října na 310 b. b., tj. nejvýše od letošního května. Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb zatím nechystá, byť hlasy pro utažení politiky v příštím roce se již ozývají. Z domácích faktorů je plusem nad očekávání příznivý fiskální vývoj daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a který povede k nižší potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Pokud bude ECB postupovat opatrně s útlumem prováděné politiky kvantitativního uvolňování, pak očekáváme v dalších měsících solidní výkonnost polského trhu, podpořenou v celkovém korunovém vyjádření očekávaným znovuoobeným posilováním kurzu zlotého.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy, které se v říjnu posunuly výrazně vzhůru, již dosáhly úrovně 12–13 %. Tyto úrovně vnímáme fundamentálně jako velmi atraktivní, byť aktuálním problémem nadále zůstává vysoká inflace. Na tomto poli by však v závěru roku měl minimálně z titulu bazického efektu nastat obrat k lepšímu, jež by měl pokračovat, respektive zesílit v příštím roce; inflace by opět měla sestoupit na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být jednak doprovázen minimálně ponecháním současného nastavení měnové politiky (to prozatím centrální banka naplňuje), či ještě lépe jeho dalším utažením, dále pak opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména vztahu Turecka se Spojenými státy, který nyní prochází krizí. Ohledně tureckých dluhopisů spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry jsme na současných tržních úrovních již silně pozitivní.

Měny

U kurzu eura proti dolaru nadále nevidíme důvod k proražení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší dvě až tři čtvrtletí. Důvodem je opět měnová politika – americká centrální banka je nad očekávání jestřábí (zejména s ohledem na pokles jádrové inflace v posledních měsících) a ECB je naopak nad očekávání holubičí. Trh tak v říjnu přehodnotil svůj výhled na míru divergence měnových politik obou bank a nemyslíme si, že se znovu vrátí k názoru ze srpna letošního roku. Hodnoty kurzu EUR proti dolaru kolem 1,20 totiž nejsou konzistentní s Fedem snižujícím svou bilanci a s ECB snižující pouze tempo jejího růstu. Pro nejbližší dvě až tři čtvrtletí tak dle nás dolar bude oscilovat mezi 1,15 a 1,20.

Koruna navzdory našim očekáváním ani půl roku po ukončení intervenčního režimu neoslabil. Z logiky věci by vzhledem ke své masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulanti však zatím své zisky nevybírají a není jasné, kdy tak učiní. Z krátkodobého hlediska tak nejspíš zůstane kolem stávajících úrovní (tj. mírně pod 26). Hlubšímu posílení bude bránit vybírání zisků, které dle nás kolem hranice 25,50 citelně zesiluje. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

U polského zlotého vidíme prostor pro apreciační tendenci v nejbližším období k hranici 4,20 PLN/EUR. Faktorem, který by zlotému mohl pomoci posílit rychleji pod tuto úroveň, je centrální banka. U ní v posledních měsících pozorujeme určitý příklon jestřábím směrem, a pokud by došlo k dalšímu růstu poptávkové inflace, nabraly by na intenzitě spekulace o brzkém utažení měnové politiky, na které by zlotý reagoval pozitivně. Každopádně, fundamentálně je dle našeho hodnocení a výhledu dalšího ekonomického vývoje kurz zlotého podhodnocený a věříme jeho střednědobému apreciačnímu potenciálu vůči euru.

Maďarský forint má dle nás prostor posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Dojde k tomu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do modu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a její komunikace bude vyrovnanější. Vzhledem k vyznění posledního zasedání se však zdá, že takový moment je stále příliš daleko na to, aby se projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době tak bude forint oscilovat mezi 305 a 315.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

Akciové trhy by ve střednědobém horizontu měly nadále pozitivně přispívat kladnou výkonností v dynamických složkách portfolií. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčují o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20 %). Za kladné také považujeme silnou tvorbu volných peněžních prostředků většiny amerických společností. Evropské pak z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme také ohledně akcií společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů bude v následujících letech provázet.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme ve středoevropském regionu především ohledně některých českých, rumunských a selektivně některých polských akcií. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, společnosti CME, Unipetrol, Moneta nebo Kofola. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, finanční společnost GetBack, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom, v Rakousku ohledně akcií realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme nyní na většinu polského bankovního a ropného sektoru. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

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 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