



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-9,18 %	USA	2,15 %	USD/EUR	1,32 %	Ropa Brent	-8,36 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-5,55 %	Evropa	0,93 %	CZK/USD	-1,70 %	Zemní plyn	-36,25 %
Japonsko – Nikkei 225	-10,45 %	ČR	0,62 %	CZK/EUR	-0,90 %	Sil. elektřina	-1,94 %
MSCI Emer. Mark.	-2,92 %	Polsko	1,09 %	PLN/EUR	-0,06 %	Zlato	5,01 %
ČR – PX	-7,68 %	Maďarsko	0,88 %	HUF/EUR	-0,77 %	Stříbro	10,26 %
Polsko – WIG30	-0,88 %	Turecko*	1,14 %	TRY/EUR	5,02 %	Měď	-4,28 %
Maďarsko – BUX	-2,42 %	* BofA Merrill Lynch index					

PROSINEC V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Americká centrální banka Fed v souladu s očekáváním investorů zvýšila 19. prosince základní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu (0,25 %) na cílové pásmo 2,25–2,50 %. Jednalo se o čtvrté zvýšení sazeb v roce 2018 a celkově deváté zvýšení v aktuálním cyklu zvyšování úrokových sazeb, jenž započal v prosinci 2015. Fed zároveň snížil prognózu zvyšování sazeb v roce 2019 ze tří na dvě zvýšení a ponechal prognózu na jedno zvýšení v roce 2020. Celkově z tohoto zasedání Fedu žádné zásadní překvapení nevyšlo.
- Česká národní banka na svém zasedání 20. prosince taktéž v souladu s očekáváním investorů ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,75 %. Vzhledem ke stále slušné dynamice české ekonomiky a slabší koruně investoři nicméně očekávají, že by ČNB mohla už na svém příštím zasedání v únoru základní úrokovou sazbu zvýšit na rovná 2 %.
- Americké akcie zažily nejhorší prosinec od velké hospodářské krize v roce 1931. Index S&P 500 odepsal 9,2 %. Globální akciové trhy dle indexu MSCI All Country World oslabily o 7,2 %. Za akciovými propady nestála žádná nová fundamentální informace, spíše se dále zintenzivňovaly dřívější obavy o dynamiku globálního ekonomického růstu v roce 2019.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Nárůst negativního sentimentu a rizikové averze, zhmotněný v akciových propadech, se tentokrát oproti tradičním tržním vzorcům projevil v oslabení amerického dolaru. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, oslabil o 1,1 %. Vůči euru dolar oslabil o 1,3 % na úroveň 1,147 dolaru za euro. Naopak za celý rok 2018 dolar vůči euru o 4,5 % posílil.
- Rovněž koruna se v prostředí zvýšené rizikové averze chovala poněkud nestandardně, když posílila vůči euru i dolaru. Vůči euru zpevnila o 0,9 % na úroveň 25,73 CZK/EUR a vůči dolaru o 1,7 % na úroveň 22,47 CZK/USD. Za celý rok 2018 koruna naopak oslabila, vůči euru nepatrně o 0,7 % a vůči dolaru o 5,5 %.
- Globální akciové trhy zasáhly silné výprodeje, index MSCI All Country World ztratil 7,2 %. Z regionálního pohledu se opět relativně více dařilo akciovým trhům rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets -2,9 %) oproti akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World -7,7 %). Za celý rok 2018 globální akciové trhy dle indexu MSCI All Country World ztratily 11,2 %.
- Z konkrétních zemí největší ztráty zaznamenaly akcie v USA (S&P 500 -9,2 %), Japonsku (Nikkei -10,5 %) a Rumunsku (BET -14,8 %). Nejmenší ztrátu si připsaly indické akcie (Sensex -0,3 %).
- Index pražské burzy PX také zaznamenal vysokou ztrátu -7,7 % a rok zakončil na úrovni 987 bodů. Za celý rok 2018 český akciový index odepsal 8,5 %.
- České státní dluhopisy pokračovaly v mírném posilování, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru připsaly zhodnocení 0,6 %. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dvouletou splatností poklesl o 0,10 % na 1,50 % a výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností poklesl o 0,12 % na úroveň 1,94 %. Česká výnosová křivka tak dále mírně snížila svůj sklon. Za celý rok 2018 index českých státních dluhopisů zaznamenal ztrátu -1,0 %.



PROSINEC V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Polské státní dluhopisy pokračovaly v růstu, prosincové zhodnocení činilo 1,1 % a za celý rok 2018 velice slušných 4,9 %. Také maďarské státní dluhopisy pokračovaly v růstu, tentokrát o 0,9 %. Za celý rok 2018 jsou nicméně maďarské státní dluhopisy o 0,7 % slabší. Turecké státní dluhopisy navázaly na úspěšné předchozí měsíce, kdy se zotavovaly z krizových letních měsíců, zhodnocením o 1,1 % a za celý rok 2018 zaznamenaly pouze nepatrnou ztrátu -0,3 %. Nicméně vlivem dramatického oslabení turecké liry je výkonnost tureckých státních dluhopisů za celý rok 2018 v koruně silně negativní na úrovni -24,6 %.
- Ve světle velkých akciových propadů byla výkonnost korporátních dluhopisů relativně příznivá. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 0,2 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) poklesl o 0,4 %. Za celý rok 2018 byla výkonnost korporátních dluhopisů vlivem roztažení kreditních marží záporná, dluhopisy investičního stupně ztratily 1,1 % a dluhopisy spekulativního stupně 3,6 %.
- Cena ropy Brent poklesla o dalších 8,4 % na úroveň 54 dolarů za barel. Za celý rok 2018 je cena ropy níže o 19,5 %.

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu prosince žádné významné investiční akce neprováděli. Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.

ASSET ALOKACE	Akcie	Dluhopisy	Alternativy	Hotovost
	=	-	+	+
	Neutrál	Podvážení	Nadvážení	Nadvážení

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro rok 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Solidní tempo růstu světové ekonomiky stále pokračuje. Od začátku roku 2018 již nicméně tempo mírně zpomaluje, přičemž svého vrcholu světová ekonomika dosáhla na konci roku 2017. Je přitom velice pravděpodobné, že mírné zpomalování bude v příštích dvou letech pokračovat.
- Globální ekonomickou recesi sice momentálně ekonomický konsenzus rozhodně nečeká, nicméně rizika výhledu jsou vychýlena směrem dolů. Aktuální konsenzus pro letošní rok přitom počítá s globálním růstem mírně nad 3 %. Hlavními tahouny globálního růstu budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Ve vyspělých zemích by se měla inflace i v letošním roce pohybovat kolem 2 % inflačních cílů centrálních bank.
- Americký Fed v prosinci podle očekávání počtvrté v roce 2018 zvedl úrokové sazby a pravděpodobně další dvě zvýšení nás čekají v letošním roce. Evropská centrální banka drží úrokové sazby stále na nule a ke konci roku 2018 ukončila program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování). ECB také několikrát indikovala, že bude držet sazby na nule minimálně do letošního léta. Vzhledem k tomu, že makroekonomická data z eurozóny byla v posledním období vesměs slabší, než se čekalo, první zvýšení sazeb by mohlo přijít ještě později, až na přelomu let 2019 a 2020. Co se týče japonské centrální banky, ta bude podle posledních prohlášení udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po silných propadech v posledním čtvrtletí 2018 mají zejména rozvíjející se akciové trhy velice zajímavý potenciál pro zhodnocení v následujícím období. Dynamika světové ekonomiky bude nicméně velice pravděpodobně v příštích dvou letech dále mírně zpomalovat, proto máme celkově na globální akcie neutrální názor.
- Z hlediska regionální akciové alokace stále silně preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets) zejména na základě 1) příznivějších valuací, 2) výrazně vyšší dynamiky HDP, 3) vyššího očekávaného tempa růstu korporátních zisků a 4) výrazně horší výkonnosti v loňském roce, přičemž očekáváme, že by rozvíjející se trhy měly v letošním roce tuto horší výkonnost postupně dohánět.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, byť již o poznání výše oproti historickým minimům dosaženým před dvěma lety.



PROSINEC V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z let předcházejících mají roku 2018 již pravděpodobně to nejlepší za sebou, a to i přes mírný pokles v loňském roce. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírážky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž, přes určitý růst v loňském roce stále pohybují poměrně blízko historických minim.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů patří:
 - 1) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na konci roku 2017,
 - 2) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou,
 - 3) rychlejší než aktuálně očekávané zpomalování čínské ekonomiky,
 - 4) vývoj v Itálii – riziko recese v roce 2019, vývoj státního rozpočtu a korespondující dynamiky státní zadluženosti,
 - 5) tvrdý a neřízený brexit.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

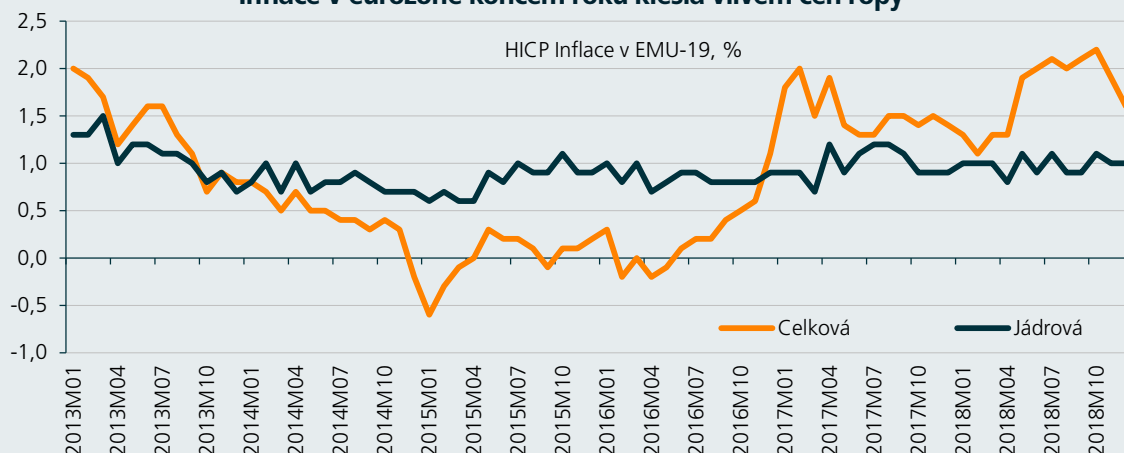
EMU

Ekonomický růst eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí oproti třetímu čtvrtletí dle měsíčních dat příliš neurychlil. Inflace pak dále klesla, a to vlivem cen ropy.

Finální data za růst EMU ve třetím čtvrtletí potvrdila, že růst dosáhl 0,2 % mezikvartálně a 1,6 % meziročně. Meziroční tempo tak bylo nejslabší od 4. čtvrtletí 2014 a výrazně pod tempem viděným ve 3. čtvrtletí roku 2017 (2,8 %). Nejslabší od 3. čtvrtletí 2014 byla se svým příspěvkem k meziročnímu růstu ve výši 0,55 p. b. poptávka domácností, příspěvek exportů (1,14 p. b.) byl pak nejslabší od 1. čtvrtletí 2016. U kvartálního růstu, jehož tempo bylo nejslabší od 2Q14, byla struktura stejná: příspěvek domácností byl slabý, příspěvek čistého exportu dokonce negativní (-0,26 p. b.), což byl jeho nejhorší výsledek od 4Q15.

A pro finální čtvrtletí minulého roku to nevypadá o moc lépe. **Růst průmyslové produkce dosáhl v říjnu pouze 1,2 % r/r**, což byl jenom o něco málo lepší výsledek než růst o 0,8 % v září; v každém případě se jedná o tempo růstu od roku 2016 nejslabší. Zpracovatelský průmysl rostl o 1,5 % r/r a 0,2 % m/m. Listopadové ani prosincové indexy PMI přitom nevěšší pro poslední dva měsíce roku výsledek o moc lepší: po listopadových 51,8 se v prosinci PMI ve zpracovatelském průmyslu ještě snížil na 51,4 bodu, což je nejnižší od února 2016. Když k tomu přidáme, že optimismus ohledně budoucího vývoje klesl na šestileté dno, je těžké být ohledně průmyslu v dalších měsících optimistický. Prohlubující se pesimismus v průmyslu potvrzuje **německý index IFO, který v prosinci poklesl nejnižší (101 bodů) za dva roky.**

Inflace v eurozóně koncem roku klesla vlivem cen ropy



**HLAVNÍ UDÁLOSTI****EMU**

Ve službách byl pokles PMI ještě dramatictější, z 53,4 v listopadu na prosincových 51,4, což je nejnižší od listopadu 2014. Nové objednávky i optimismus ohledně budoucnosti pak poklesly na čtyřleté dno. Jedinou pozitivní zprávou tak je, že pokles indexu služeb v prosinci byl tažen Francií (55,1 v listopadu, 49,6 v prosinci), což dává naději, že po uklidnění protestů žlutých vest se index vrátí na vyšší úroveň. Ovšem vzhledem k tomu, že dále klesá důvěra domácností v rámci celé Evropské měnové unie (EMU), to však i v nejlepším bude jen návrat na listopadové úrovní. Klesající důvěra domácností nepřekvapuje: **skrze svůj pokles se přibližuje úrovní, kde bychom ji vzhledem k reálnému růstu spotřebitelských útrat očekávali.** **Maloobchodní tržby v EMU** totiž stále nadále rostou jen velmi pomalu. Počátkem čtvrtého čtvrtletí přidaly v reálném vyjádření 1,7 % r/r, což znamenalo, že za poslední tři měsíce dosáhlo jejich průměrné tempo růstu jen 1,4 % (a kumulativní růst v posledních třech měsících byl v podstatě nula). To skutečně není konzistentní s historicky nejvyšší mírou optimismu domácností, které tento indikátor dosahoval v polovině minulého roku.

Celková inflace dle prvních dat zpomalila v prosinci na 1,6 %, a to díky nižšímu růstu cen energií (9,1 % r/r v listopadu vs. 5,5 % v prosinci). U jádrové složky inflace se nic nezměnilo: stejně jako v listopadu i v prosinci zůstala jádrová inflace na 1 %, což znamená, že jádrová inflace se z pásma 0,8–1,1 % nedostala již od září 2017.

ECB na svém posledním zasedání v roce 2018 i navzdory slabé inflaci, která se nikam dlouhodobě nehýbe, potvrdila **ukončení kvantitativního uvolňování**. Ohledně prvního zvýšení sazeb však nebyla ECB o nic sdílnější než předtím – guvernér Draghi na tiskové konferenci pouze zopakoval, že časování prvního utažení je časově závislé (ne dřív než v létě) a rovněž závislé na ekonomických datech.

USA

Ekonomika si vede nadále velmi dobře, roste tempem přes 3 % ročně a jediným slabým místem jsou investice. Inflace se drží kolem cíle centrální banky.

Americká ekonomika si i ve třetím čtvrtletí udržela dle finálních dat velmi silné růstové tempo (3,4 % q/q, anualizovaně). To bylo sice o něco pomalejší než ve čtvrtletí druhém (4,2 %), ale jinak to bylo tempo neviděné od 3. čtvrtletí 2014. Ve struktuře se toho moc nezměnilo, největším přispěvatelem k růstu je nadále spotřeba domácností (dle finálních dat ve výši 2,4 p. b.). Výrazně se na růstu podílely i hrubé investice (2,5 p. b.), ale jen kvůli zásobám (2,3 p. b.). Fixní investice samotné přidaly jen 0,21 p. b., což bylo nejméně od konce roku 2015. Výrazný růst zásob a růst poptávky domácností se odrazil v čistém exportu, jehož negativní příspěvek ve výši 2 p. b. byl vůbec nejvyšším od druhého čtvrtletí roku 1985.

Měsíční data zveřejněná během prosince byla vcelku dobrá, až na investiční aktivitu. **Průmyslová produkce** v listopadu přidala 0,6 % m/m, říjen však byl revidován směrem dolů z +0,1 % na -0,15 m/m, což dobrým listopadovým datům trochu ubralo na optimismu. U zpracovatelského průmyslu došlo k poklesu o 0,1 % m/m, předcházející tři měsíce však byly po revizích v průměru 0,5 % m/m. Vzhledem k tomu, jak vypadá situace v evropském průmyslu, je tak vývoj na opačné straně Atlantiku vcelku překvapivý.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky) v posledních čtyřech měsících třikrát poklesly, a to včetně poklesu v listopadu (-0,6 % m/m). Ve čtvrtém čtvrtletí jsou tak zatím oproti čtvrtletí třetímu stabilní. Vzhledem k turbulencím, kterými si trhy prošly v prosinci, a vzhledem k odstávce ve fungování americké federální vlády (kvůli sporu o financování zdi na mexicko-amerických hranicích) se situace kolem investic firem asi hned tak nezlepší.

Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) si nadále vedou dobře, ve 4. čtvrtletí přidaly za dva měsíce 1,5 %, jejich anualizované tempo růstu v posledních třech měsících se tak dle očekávání vrátilo výrazně nad 5 %. **Růst mezd** zůstává sice z historického hlediska stále relativně pomalý, ale v listopadu růst již druhý měsíc dosáhl na 3,1 % r/r, což je nejvyšší hodnota od dubna 2009.

Trh práce je stále velmi dobrý. V listopadu vytvořil 161 tisíc soukromých pracovních míst, za poslední tři měsíce pak v soukromém sektoru celkem 529 tisíc pracovních míst. **Oficiální míra nezaměstnanosti** tak v listopadu dosáhla 3,7 % (stejně jako v říjnu a v září), což je nejnižší od prosince 1969, její alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odražené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) zůstala jen kousek nad 17letým minimem (7,4 %), když dosáhla 7,6 %.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

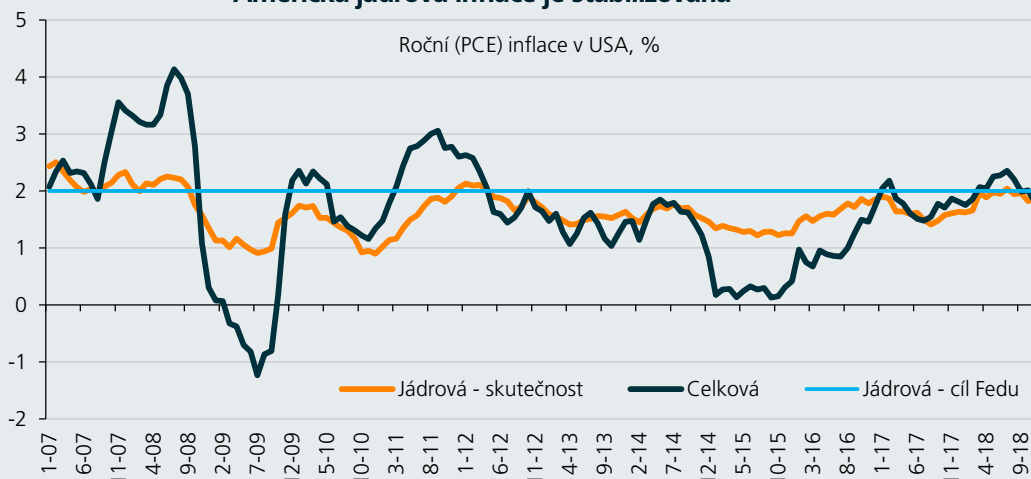
USA

První žádosti o podporu v nezaměstnanosti pohybující se na úrovni 220 tisíc týdně jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Jediným lehce negativním znakem trhu práce je fakt, že stále nijak **neroste míra participace**, která se setrvale drží pod 63 % (v říjnu i v listopadu dosáhla shodně 62,9 %).

Jádrová PCE inflace v listopadu zvolnila na 1,9 %, což je hodnota o 0,1 p. b. vyšší než v říjnu, a tudíž druhá nejnižší hodnota od února 2018. Celková inflace klesla nejnižší od ledna 2018, dosáhla 1,8 %, a to vlivem nižších cen ropy. Zdá se tedy, že inflace je stabilizovaná, že se na ní ani nejrychlejší růst mezd od finanční krize ani (dle shora popsaných kritérií) nejutaženější trh práce za dlouhou dobu příliš nepodepisuje.

Fed na svém zasedání v prosinci opět zvýšil sazby, cílové pásmo pro Fed funds je tak nyní mezi 2,25 % a 2,50 %. Rizika ekonomického výhledu pak komise FOMC shledala jako vyrovnaná. Oproti hodnocení FOMC po zasedání v listopadu se v prosinci změnilo to, že 1) komise nyní čeká, že bude potřeba ještě „nějaké“ utahžení měnové politiky, a to, že 2) bude potřeba monitorovat ekonomický a finanční vývoj (což je evidentně reakce na tržní paniku v prosinci).

Americká jádrová inflace je stabilizovaná



Zdroj: BEA.gov

CEE3

ČR

Česká ekonomika nadále roste, ale tempo růstu neurychluje. Centrální banka se staví k dalšímu rychlému utahování měnové politiky velmi rezervovaně.

Finální data (třetí odhad) o růstu HDP zveřejněna nebyla, tato se však obvykle moc neliší od druhého odhadu, pouze k němu přidávají data o míře úspor domácností a míře profitability firem. U prvního z těchto ukazatelů jsme ve 3. čtvrtletí nejspíš zaznamenali další růst, u druhého pak asi další zhoršení v důsledku slabšího průmyslu a pokračujícího silného růstu mezd.

Měsíční data byla smíšená. Jádrové **maloobchodní tržby** přidaly v říjnu překvapivě silných 1,7 %, což vystřelilo jejich meziroční tempo růstu na 9,4 % (což je nejvyšší tempo růstu od ledna 2018, kdy růst dosáhl 10,4 %). Pohled na měsíční tempa v posledních třech měsících pak ukáže, že to není jenom jednorázová záležitost či efekt základny – průměrné m/m tempo růstu dosáhlo v posledních 3 měsících 0,75 %, tj. cca 9 % anualizované! Tato tempa však těžko v nejbližším roce uvidíme: důvěra domácností se sice v prosinci zvedla (na 6,8 bodu), to je však jen o kousek nad listopadovým 16měsíčním minimem (4,5 bodu). Růst mezd je sice stále solidní – ve 3Q18 dosáhl 8,5 % r/r –, ale je nabíledni, že se zpomalením ekonomiky i tento růst, který je mimochodem hnán primárně veřejným sektorem (jehož růst mezd ve 3Q18 byl dvouciferný), zvolní.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

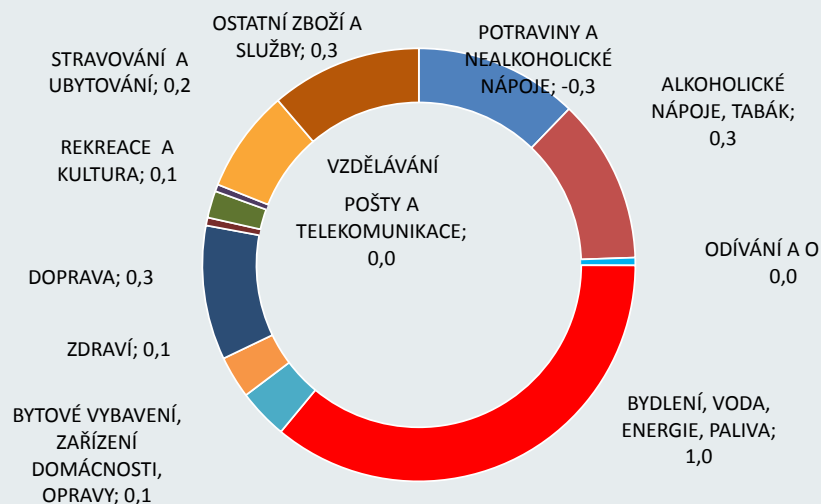
Průmyslová produkce začala 4. čtvrtletí nepřekvapivě slabě. V říjnu vzrostla o 3,3 % r/r, což bylo v souladu s tím, co naznačoval index PMI, který v říjnu poklesl nejnižší od prosince 2016. Žádné zlepšení se zde čekat nedá, spíše naopak: **index PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci poprvé za dva roky dostal pod 50**, a to díky výraznému poklesu nových exportních objednávek (nejnižší za devět a půl roku) a poklesu důvěry (nejnižší za šest let). Pokles důvěry je vidět i v indexu kompilovaném Českým statistickým úřadem (ČSÚ): důvěra v průmyslu poklesla nejvíce od října 2013.

Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v listopadu dle ČSÚ dále zpomalila na 1,9 %, což bylo nejnižší tempo od dubna 2018 a nižší tempo, než které v poslední, listopadové prognóze očekávala pro tento měsíc prognóza ČNB. Odchylka od prognózy ČNB byla způsobena hlavně nižšími cenami potravin. Ty totiž místo očekávaného růstu ve 4Q18 o 1,6 % v říjnu přidaly 0,9 %, a v listopadu dokonce o 0,1 % r/r poklesly. Vzhledem ke klesajícím světovým cenám potravin tak těžko očekávat takový jejich růst v prosinci, aby se prognóza ČNB vyplnila. Poptávková inflace přidala 2,4 %, tj. o 0,1 p. b. více než v říjnu, nelze však mluvit o výrazných ani širokých poptávkových tlacích. Segment bydlení (nájemné, imputované nájemné, vodné, stočné atd.) se totiž nadále podílí na růstu cen z více než padesáti procent – bez růstu v této oblasti by byly poptávková i měnověpolitická inflace jenom lehce nad procentem.

ČNB na svém zasedání v prosinci ponechala sazby beze změny, i když rozhodnutí nebylo jednoznačné: nový člen BR ČNB Aleš Michl a V. Benda hlasovali pro růst sazeb o 25 b. b. Zápis po zasedání dal tušit, že se ČNB budoucnosti obává více než před půlrokem a že se do dalšího utažení nebude vrhat po hlavě. Rizika listopadové prognózy sice bankovní rada v textu prosincového prohlášení vyhodnotila jako vyrovnaná, z textu samotného to tak ale vůbec nevypadá: jedinými zmíněnými proinflačními faktory jsou (proti prognóze) o procento slabší koruna a o něco vyšší mzdy (přičemž u mezd ČNB navíc dodává, že to je jen zásluha „netržních“ odvětví, tj. vlády); seznam protiinflačních faktorů byl výrazně delší. Nakonec, sám guvernér řekl, že „jsme možná na začátku nějaké nové etapy, kdy to rozhodování o dalších případných krocích utahování měnové politiky bude do jisté míry obtížnější“. ČNB tak bude určitě opatrnější.

Česká inflace je z poloviny jen důsledkem segmentu bydlení

Příspěvek (v p. b.) individuálních COICOP kategorií ke kumulativnímu růstu (o 1,9 %) české měnověpolitické inflace mezi 12/2017 a 11/2018



Zdroj: [WWW.CZSO.CZ](http://www.czso.cz)

POLSKO

Polská ekonomika rostla dle měsíčních dat solidně i koncem minulého roku, předstihové indikátory však naznačují, že v dalších měsících se situace zhorší.

Nová data o růstu HDP nebyla v prosinci zveřejněna. Měsíční data pak byla překvapivě dobrá, kromě předstihových indikátorů v průmyslu. **Průmyslová produkce** se navzdory slabému Německu celkem drží, v listopadu potřetí v řadě rostla meziročním tempem lehce nad 5 % (konkrétně 5,5 %), což bylo nad očekávání dobré: index PMI totiž v listopadu poprvé za dlouhou dobu klesl pod 50 (49,5). Výhledově to však nevypadá, že by se tato situace měla udržet: v prosinci totiž index PMI zamířil dále dolů a dostal se na jasně kontrakční úroveň 47,6 bodu.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Naopak maloobchodní tržby mají předpoklad růst dále solidním tempem i většinu roku 2019. Po slabém zářijovém výsledku rostly v říjnu i v listopadu solidně – v říjnu dosáhl jejich růst oproti září (3,6 % reálně) tempa více než dvojnásobného (7,8 %), v listopadu pak tempa jen o něco málo pomalejšího (6,9 %). To společně se stále překvapivě dobrou průmyslovou produkcí dává tušit, že ani 4. čtvrtletí nebude v Polsku z hlediska růstu HDP nijak pomalé. Fundamenty podporující poptávku domácností jsou totiž nadále silné, lze tedy očekávat, že poptávka domácností bude i nadále pilířem růstu. Mzdy rostou velmi dobře (v listopadu nominálně +7,7 % r/r) a velmi dobrý je i trh práce. Míra nezaměstnanosti v říjnu zůstala na historickém minimu (5,7 %); po očištění o efekt sezonnosti pak dokonce klesla na nové historické minimum 5,9 %. Ani do dalších měsíců tedy není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit, snad jedině, že by došlo ke ztrátě optimismu domácností vlivem tržních turbulencí a zpomalení průmyslu (což se do jisté, byť vzhledem k relativní nevýznamnosti polského průmyslu omezené, míry očekávat dá).

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd zůstává jádrová inflace nadále velmi nízká. V listopadu opět zamířila dolů a klesla na 0,7 %, což je nejnižší od července 2018 a také o 0,2 p. b. méně než koncem roku 2017. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, ze kterého nemá centrální banka vůbec radost. Předběžná data za prosinec byla zveřejněna 4. ledna 2019 a žádný jiný obrázek nenamalovala: celková inflace klesla z listopadových 1,3 % na pouze 1,1 % (důvodem byly ceny energií reflektující nižší ceny ropy). Jádrová inflace za prosinec sice zveřejněna ještě nebyla, vzhledem k vývoji celkové inflace lze však čekat, že oproti listopadu určitě nevzrostla.

Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém prosincovém zasedání ponechal dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %, kde se nacházejí od března 2015. Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je sice neočekávaný a paradoxní, ale reálný. Centrální banka po zasedání řekla, že očekává pozvolné ochlazování dynamiky, a potvrdila, že hodlá delší dobu ekonomiku pozorovat a vyčkávat.

MAĎARSKO

Rostoucí poptávkové tlaky posunuly centrální banku jestřábím směrem, na forint to však zatím žádný dopad nemělo.

Maďarský růst dosáhl ve třetím čtvrtletí kvartálního tempa vyššího než procento. Růst o 1,3 % q/q znamenal, že meziroční tempo dosáhlo bez desetiny rovných 5 %. Primárním faktorem růstu je nadále domácí poptávka: poptávka domácností přispěla k meziročnímu růstu 2,4 p. b., poptávka firem pak téměř 5 p. b. Negativním faktorem růstu byly, podobně jako v Polsku, čisté exporty (-1,7 p. b.).

Poptávka domácností zůstává silná i ve 4. čtvrtletí. Maloobchodní tržby totiž v říjnu přidaly (o rozdílný počet pracovních dní očištěných) 5,7 %, což bylo prakticky stejné tempo jako to, které jsme zaznamenali v září (5,4 %); listopadová data nebyla do uzávěrky tohoto materiálu k dispozici. K silnému meziročnímu růstu přispěla, podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás), hlavně jádrová komponenta. A podobně jako u nás je tento trávající růst odrazem optimismu v důsledku velmi dobrého vývoje na trhu práce. **Nezaměstnanost** za září až listopad (3,7 %) je nadále poblíž historického minima z konce první poloviny roku (3,6 %), a tedy výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna letošního roku) se pak stále odráží v setrvale vysokém **růstu mezd**, který v říjnu dosáhl 10,8 % r/r.

Průmyslová produkce dle očekávání (pramenícího ze zhoršení předstihových indikátorů) v říjnu rostla o 3,2 % r/r (po očištění o počet dní, reálně); meziměsíční tempo růstu o 2,1 % jen kompenzovalo stejně velký propad v září. Celkem překvapivý byl ale ve srovnání s okolními zeměmi **prosincový vývoj indexu nákupních manažerů ve zpracovatelském průmyslu**. Ten totiž místo očekávaného poklesu vzrostl z listopadových 53,5 na prosincových 54,2 bodu. Je však potřeba mít na paměti, že maďarský index je nejvolatilnějším v regionu, tudíž nelze z tohoto zlepšení moc dovozovat, zejména, když je vidět, jak se PMI vyvíjí v ČR nebo v Polsku.

Celková inflace se v listopadu ztlačila, a to z říjnových 3,8 % na listopadových 3,1 % (meziměsíčně pak klesla o 0,3 %). Měsíční pokles byl důsledkem poklesu cen energií (o 4,7 % m/m) a překvapivého poklesu cen služeb (o 0,3 % m/m). Jak naznačuje například vývoj polské inflace v prosinci, dojde v prosinci k dalšímu poklesu maďarské inflace, a to kvůli cenám ropy – cena barelu ropy ve forintech klesla v prosinci o 10 %.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka (MNB) ponechala na svém předvánočním zasedání sazby beze změny (depozitní sazba na **-0,15%**, hlavní sazba na **+0,9%**). Zápis po zasedání se ale posunul ztlačně jestřábím směrem. Zprvč, z textu vypadla zmínka o tom, že centrální banka „bude, protože je to nezbytné pro udržitelné dosažení inflačního cíle ve výši 3 %, udržovat uvolněné měnové podmínky“. Zadruhé, MNB se po dlouhé době vymezila vůči ECB, když řekla, že zatímco v eurozóně mohou sazby zůstat dlouho nízké, v Maďarsku vzrostla pravděpodobnost, že růst jádrové inflace viděný v posledních měsících je setrvalý. Logickým závěrem bylo, že je MNB připravena postupně a pozvolna normalizovat měnovou politiku. Na forint to však prozatím žádný efekt nemělo.

ROPA

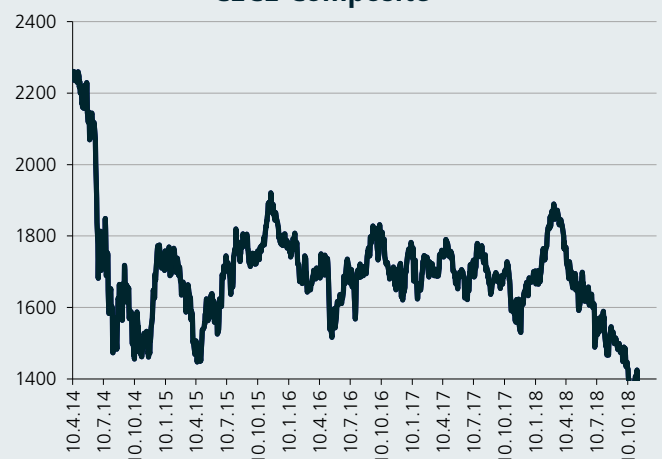
Ropa (Brent) během prosince dále poklesla, a to z 60 dolarů za barel až v jednu chvíli na 50 dolarů za barel; koncem měsíce se cena přece jen vzpamatovala a dostala se na 54 dolarů/barel. Tento meziměsíční pokles byl důsledkem předvánočních tržních turbulencí a rostoucích obav o globální ekonomický růst.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Prosinec byl pro akciové trhy negativním měsícem, kdy došlo k reflexi většiny rizik, o kterých se v minulých měsících diskutovalo. Jedním z důvodů mohla být také nižší likvidita před vánočními svátky, která byla právě podpořena nadále panující globální nejistotou. Mezi obvyklé obavy investorů patřily utahující se měnové politiky centrálních bank, zpomalující globální ekonomika, obchodní války, problémy některých sektorů, nepredikovatelnost politiků nebo dražší valuační ukazatele amerických akcií. Právě americké akcie svými meziměsíčními ztrátami vyčnívaly, když například index S&P 500 propadl o 9,2 % (meziročně o -6,2 %). Evropské trhy, jež se s horší výkonností potýkaly již v průběhu předešlých měsíců, padaly o něco méně (index DJ STOXX 600 meziměsíčně -5,6 %, za celý rok 2018 -13,2 %).

MSCI World Index



Středoevropské trhy byly ve vleku globálních propadů. Při nižším významu a menší likviditě nedosáhly, oproti vyspělým trhům, takových ztrát. Problémy se však nevyhnuly ani místním trhům. Investoři do polských akcií (index WIG30 meziměsíčně -0,7 %, meziročně -8,6 %), zvláště sektor utilit, až do konce roku nevěděli, zda dojde ke zvýšení cenových tarifů elektřiny pro domácnosti. Nadále se také spekulovalo o záchraně problémových bank Alior a Idea.

Zdroj: Bloomberg



AKCIOVÉ TRHY

Malé ztráty si připsaly také maďarské akcie (index BUX meziměsíčně $-2,4\%$, meziročně $-0,6\%$), výraznější pak z důvodu propojení s rakouským trhem, respektive s akciemi Erste Bank a Vienna Insurance Group, český akciový index PX, jenž propadl o $7,7\%$ (meziročně o $8,5\%$). Nejvýraznější propady však postihly akcie rumunských společností (index BET meziměsíčně $-14,8\%$, meziročně $-4,8\%$). Důvodem bylo, týden před vánočními svátky, oznámení vlády o rychlém zavedení sektorových daní pro banky, utility, telekomunikační a energetické společnosti. Konkrétní podoba nebyla do konce roku zřejmá, avšak prvotní návrh by například pro banky znamenal snížení čistého zisku až o 40% .

Ani akcie na rozvíjejících se trzích se nevyhnuly výprodejům, index MSCI Emerging Markets klesl meziměsíčně o $2,92\%$ (měřeno v USD). Ve srovnání v rozvinutými trhy byl ale pokles přece jen znatelně mírnější. Všechny hlavní rozvíjející se ekonomiky zaznamenaly ztráty, jmenujme například Čínu, Indii či Brazílii. S nadějami vyhlášený summit zemí G20 v Argentině na přelomu listopadu a prosince nepřinesl výrazný posun v oblasti obchodních vztahů mezi USA a Čínou, pozitivní zprávou bylo především plánované obnovení obchodních dialogů v roce 2019. Konec roku byl poznamenán silně negativním sentimentem na akciových trzích a nižší likviditou obchodů.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj ve Spojených státech v prosinci navázal na vývoj v listopadu, tj. výnosy dále klesaly, a to, stejně jako u cen ropy, vlivem tržních turbulencí a odklonu investorů od rizika v důsledku zvýšených obav o hospodářský růst. Na delším konci výnosy poklesly zhruba o 30 b. b., desetiletý výnos se tak v samém závěru minulého roku dostal pod $2,7\%$. Na krátkém konci byl pokles stejný, dvouleté výnosy tak poklesly pod $2,5\%$. Plochá křivka tak nadále indikuje očekávání hospodářského zpomalení.

Kvalitativně stejný vývoj byl i v jádru eurozóny, poklesy výnosů však byly mnohem menší. V Německu klesly dvouleté výnosy zpátky pod $-0,6\%$, desetileté výnosy pak zamířily pod 25 b. b., což byla jejich nejnižší hodnota od června 2017. Výnosy vlivem odklonu od tržního rizika a odlivu investic zejména z akciových trhů klesly dokonce i v Itálii, kde se desetiletý výnos dostal koncem roku 2018 nejnižší ($2,7\%$) od července.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Trh korporátních dluhopisů zůstával pod tlakem na růst kreditních marží, byť mírnějším oproti listopadu, i v posledním měsíci uplynulého roku. Dominantním faktorem byl razantní vzestup tržní volatility na akciových trzích spolu s nárůstem rizikové averze a pokračujícího částečného snižování pozic globálních investorů z rizikových tříd aktiv před koncem roku. Prim přitom hrály rostoucí obavy z výraznějšího ochlazení ekonomického růstu jako možného důsledku pokračujícího utahování měnové politiky amerického Fedu, obchodních válek mezi USA a Čínou či divokého brexitu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za prosinec vzrostla o 7 b. na 118 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) činil nárůst 31 b. na 428 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly v podobném rozsahu. Za celý rok 2018 průměrné kreditní marže dluhopisů investičního stupně vzrostly o 69 bodů (tedy na více než dvojnásobek), dluhopisů spekulativního stupně pak o 190 bodů.

TURECKO

Pozitivní vývoj tureckých finančních aktiv, trvající od září loňského roku, jež zkorigoval značnou část předchozích dramatických ztrát z léta, se v posledním měsíci roku již vyčerpal a převládla dopad nepříznivého vývoje rizikových aktiv, zejména akcií. Cenové ztráty tureckých dluhopisů však nebyly nijak výrazné, poměrně stabilní byl i po předešlém posilování měnový kurz TRY. Listopadová spotřebitelská inflace pozitivně překvapila citelnějším snížením oproti tržním odhadům, nadále se však jednalo o úroveň nad 21% – prostor pro další sestup inflace v prostředí přechodné ekonomické kontrakce a nižších cen ropy zde určitě dále je. V příznivém rebalancním procesu pokračoval běžný účet platební bilance, jehož říjnový přebytek – již třetí v řadě – dále svižně snižoval celoroční schodkovou bilanci. Centrální banka naplnila tržní očekávání a ponechala na prosincovém zasedání nastavení měnové politiky beze změny. Výrazně snížená nabídka nových státních dluhopisů v TRY Ministerstvem financí trvala i v prosinci, což lokálnímu trhu dodávalo podporu a cenám TRY dluhopisů nedovolilo výrazněji klesnout. Výnosová křivka ve výsledku stoupla jen v segmentu kratších a středních splatností (do 100 bps), výnosy dlouhodobých obligací naopak mírně (o cca 30 bps) klesly.



DLUHOPISOVÉ TRHY

ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl během prosince podobný jako v Německu. Dlouhé výnosy kvůli rostoucím tržním obavám poklesly o zhruba 12 b. b., koncem prosince se tak dostaly na desetileté splatnosti na dohled 1,9 %, což byla jejich nejnižší hodnota od počátku června 2018. Na krátkém konci kvůli přehodnocení výhledu na sazby ČNB došlo také ke korekci, dvouleté výnosy se tak dostaly pod 1,50 %. Cenám vládních dluhopisů pomáhala vzhůru také absence primárních aukcí Ministerstva financí, jež zafinancovalo potřeby veřejných rozpočtů již dříve v průběhu roku.

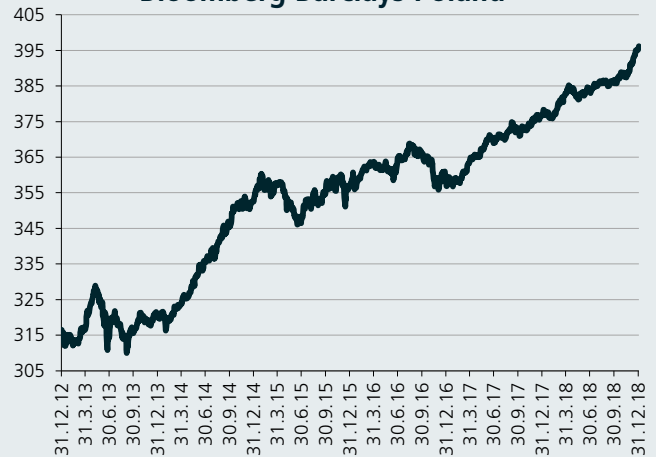
POLSKO

Na polském obligačním trhu došlo v prosinci k citelnému cenovému růstu. Dlouhé výnosy, podobně jako na hlavních světových trzích, v očekávání snížení tempa ekonomického růstu (přesun investic z akcií do bezpečnějších dluhopisů) poklesly o více než 20 b. b. a dostaly se na úroveň 2,8 %, kde nebyly více než dva roky; dvouleté výnosy skončily minulý rok pod 1,35 %, nejnižší vůbec. Kromě globálního trendu se na polském trhu projevil i vliv nadále velmi nízké inflace, což vedlo k vymazání tržních očekávání mírného zvýšení sazeb centrální bankou v letošním roce.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

MĚNY

Během prosince osciloval kurz eura vůči dolaru kolem 1,135. Chvilkově se kurz podíval i pod 1,13, chvilkově i na 1,145, většinu měsíce však strávil v těsné blízkosti 1,135. Ve světle velmi nízké evropské inflace, tržních obav, vesměs slabších makroekonomických dat z eurozóny i utážení měnové politiky v USA je to vlastně vcelku překvapivé. Euru však jistou pomoc zřejmě poskytly americké politické problémy („shutdown“ federální vlády kvůli tomu, že Kongres neschválil financování stavby zdi na hranicích s Mexikem).

Česká koruna během prosince překvapivě neoslabovala, jako tomu bylo v prosinci 2017. I když se očekávalo, že efekt Fondu řešení krize (tzv. Rezolučního fondu) povede k tomu, že koruna oslabí, nestalo se tak. Naopak, celý měsíc se kurz koruny sunul vůči euru na silnější úroveň, a to i navzdory tomu, že ČNB sazby nezvedla a že ani nenaznačila, že tak brzy učiní. Koncem prosince tak koruna dosáhla 25,70, což bylo o třicet haléřů silnější než koncem listopadu.

U polského zlotého se naopak v prosinci nestalo vůbec nic, kurz celý měsíc osciloval ve velmi úzkém pásmu 4,28–4,30.

Podobným překvapením jako posilování koruny bylo v prosinci též **neposilování forintu**. Vzhledem k jestřábímu poselství centrální banky jsme očekávali, že kurz výrazně posílí. Nic takového se však nestalo, kurz se z hodnoty 323 na konci listopadu dostal koncem prosince jen na 321.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti v průměru kolem 170 b. b., tj. beze změny proti situaci v minulých měsících. V dalších čtvrtletích čekáme její snížení k úrovni 100–150 b. b. To by mělo probíhat jak zdola (tj. růstem německých výnosů), tak shora. U německých výnosů vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že jsou výrazně nízké, nečekáme další pokles. Naopak, pokud ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, mělo by dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů nad 0,5 % v nejbližším roce. U českých výnosů je vzhledem k tomu, že ČNB v posledních týdnech minulého roku zmírnila potřebu dalšího rapidního utahování měnové politiky (a to nejenom ve své poslední, listopadové prognóze, která žádný růst sazeb pro rok 2019 nečeká, ale také verbálně, v zápisu po prosincovém zasedání), reálný pokles výnosů jak středně-, tak dlouhodobých dluhopisů. Zpomalování, které vidíme v Německu, se musí projevit v ČR a mělo by vést k nižším požadovaným výnosům (vyšším cenám obligací).

Jako po celý minulý rok, však výhled českých výnosů nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem listopadu drželi nerezidenti 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Růst obav o globální růst v roce 2019 stlačil koncem minulého roku polskou rizikovou prémii vůči Německu až na 260 b. b. Výnosy v Německu totiž už byly tak nízké, že jejich další citelný pokles nenastal ani důsledkem nezanedbatelné pravděpodobnosti německé stagnace/recese, naopak, polské výnosy s premií vůči německým bundům 280–290 bodů měly v očích investorů prostor k poklesu. V letošním roce by měla tato premie zůstat zhruba stabilní – růst úrokových sazeb ze strany polské centrální banky nebude pravděpodobně ani letos na pořadu dne a inflace bude k cíli centrální banky směřovat jen pozvolna. Na druhou stranu námi očekávaný postupný vzestup výnosů německých dluhopisů může polské dlouhodobé výnosy postupem času tlačit vzhůru.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vývoj tureckých finančních aktiv – vládních dluhopisů a měnového kurzu TRY – se v letošním roce bude odvíjet od několika faktorů. Na domácí scéně půjde zejména o naplňování akčního programu vlády v hospodářské politice (zaměřeného primárně na boj s inflací, přísnou fiskální politiku či podporu bankovnímu sektoru), zaměřeného na rebalancování turecké ekonomiky, a také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou též politiku měnovou. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24 %, inflace však zůstává zvýšená (nad 20 %) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k dalšímu otvírání pozic stále citelně podvážených zahraničních investorů a k příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s vyhlídkami ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu zůstáváme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva během letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

MĚNY

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj. že nečekáme dramatický obrat v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (= pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. Fed sice možná bude v dalších čtvrtletích postupovat v utahování měnové politiky pomaleji, než tomu bylo doposud, ale to kurzu příliš nevdá, protože ECB se k utažení politiky hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu eurozóny a perzistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2019. Proto pokud k nějakému pohybu od hranice 1,15 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro, respektive pod tuto hranici – což je to, co již delší dobu od ní čeká nejenom ČNB, ale i trh –, nebude mít nijak jednoduché. Korunu bude navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporovat mnohem méně než v roce 2018.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Výraznějšímu posílení koruny také bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je: koruna setrvale a po většinu letošního roku znatelně nad 25 korunami za euro, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

U polského zlatého nadále očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale úrokový diferenciál a solidní makroekonomický obrázek by měly trhy přesvědčit, že hodnoty 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty kolem 320 jsou, podobně jako u polského zlatého, fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka se znatelně posunula jestřábím směrem, čekáme jejich korekci směrem k hranici 310 v řádu několika měsíců.

AKCIOVÝ TRH

Závěrem roku 2018 akciové trhy reflektovaly některá rizika, o nichž se již několik měsíců spekulovalo, jako například zpomalení globálního ekonomického růstu, obchodní války nebo blížící se brexit. Ceny akcií v některých regionech se tak po těchto propadech dostaly na atraktivnější úroveň. Hodnotové ukazatele **amerických společností** se nyní pohybují blízko dlouhodobých úrovní, avšak stále mírně nad nimi. **Výrazný prostor pro zhodnocení** tak u nich v blízké době, vzhledem k pozvolnému růstu krátkodobých úrokových sazeb, ekonomickému zpomalení a nejistotě ohledně obchodních válek, **nevidíme. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností** se obchodují mírně **pod svými dlouhodobými průměry**. Akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností s hrozbou obchodních válek v plánování investičních výdajů. **Pozitivní jsme ohledně hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a z konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Ohledně mnoha akcií ze středoevropského regionu jsme velice pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme, vzhledem k rostoucím úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní ohledně akcií finančních titulů Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i ohledně relativně nového akciového titulu AVAST a rychle se oddlužujícího majitele TV Nova, mediální skupiny CETV. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní ohledně akcií výrobce strun do 3D tiskáren Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií sítě zdravotnických zařízení MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljubljanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Důležitá upozornění:

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

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

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